



Working Paper Series
Department of Economics
University of Verona

Gli investimenti sostenibili e responsabili

Francesco Rossi, Leonardo Turrina

WP Number: 23

December 2013

ISSN: 2036-2919 (paper), 2036-4679 (online)

Gli investimenti sostenibili e responsabili *

Francesco Rossi [†]

Leonardo Turrina [§]

Dicembre 2013

Abstract

Dopo aver introdotto denominazione, principi base, evoluzione degli investimenti sostenibili e responsabili, il lavoro cerca di fare sintesi della loro classificazione e crescita nel mercato mondiale ed europeo in questi ultimi anni. L'analisi si incentra, poi, sul confronto fra l'andamento delle quotazioni e dei rendimenti di tre indici azionari europei (DJ Europe, MSCI Europe, FTSE Europe) con i rispettivi tre indici azionari specifici del settore (DJSI Europe, MSCI Europe ESG, FTSE4GOOD Europe) nonché sull'analisi del profilo rendimento-rischio degli stessi.

Keywords: investimenti sostenibili e responsabili, classificazione, crescita, analisi rendimento-rischio.

Classification Cods:

JEL: G11
MSC: 91G10

* Ricerca finanziata con fondi FUR (ex 60%) del Dipartimento di Scienze Economiche, Università di Verona.

[†] Corresponding author: Dipartimento di Scienze Economiche - Università di Verona
francesco.rossi@univr.it

[§] Corso di Laurea Magistrale in Banca e Finanza, Dipartimento di Scienze Economiche, Università di Verona

Introduzione

I recenti scandali finanziari hanno incrinato uno dei pilastri su cui si basa il funzionamento del mercato finanziario stesso: la fiducia. È stata messa in discussione la finanza fine a se stessa creata per massimizzare il profitto ad ogni costo allontanandosi dalle esigenze reali dell'uomo. E se prima della crisi, etica e finanza erano considerati due mondi lontani, oggi sempre più vi è l'esigenza di costruire una riflessione che coniughi questi due mondi paralleli. La globalizzazione dei mercati e l'affermazione di una dimensione finanziaria che sempre più si distanzia dall'economia reale ha accentuato ancor di più la crisi. Per uscirne è necessario cambiare radicalmente il modo di concepire lo sviluppo. Attraverso l'equilibrio ambientale, sociale ed economico è possibile creare uno sviluppo sostenibile che sia duraturo nel tempo. Il mondo finanziario può contribuire a far crescere questo sviluppo attraverso strumenti tipici della finanza, ma orientati alla sostenibilità e alla responsabilità¹.

Alla luce di ciò, ci si propone di analizzare gli investimenti sostenibili e responsabili, strumenti che associano, agli obiettivi tipici dell'analisi finanziaria, indicatori extra-finanziari. Le loro prime applicazioni hanno origine nel lontano 1700 da parte di comunità religiose, ma le strategie adottate e la loro rapida crescita sono molto più recenti. Proprio per questo sono qui analizzate le tematiche e gli indicatori utilizzati per la costituzione degli investimenti, così come le organizzazioni che si occupano di classificare e monitorare il crescente mercato, soprattutto europeo. Il lavoro si sviluppa poi con l'analisi di alcuni indici azionari propri del settore utilizzati come benchmark dagli investitori istituzionali per i loro portafogli. Questi forniscono anche informazioni dettagliate sugli investimenti sostenibili, ricoprendo una valenza sia informativa che formativa per tutti quegli individui che per la prima volta si avvicinano a tali strumenti d'investimento².

Il lavoro termina con il confronto fra l'andamento delle quotazioni e dei rendimenti di tre indici azionari europei (DJ Europe, MSCI Europe, FTSE Europe) con i rispettivi tre indici azionari specifici del settore (DJSI Europe, MSCI Europe ESG, FTSE4GOOD Europe) nonché sull'analisi del profilo rendimento-rischio degli stessi.

¹ Signori S., Rusconi G., Dorigatti M. (a cura di), (2005) *Etica e finanza*, Franco Angeli Editore, Milano, pp. 11-12, 117-118

² Dal Maso D. e Bartolomeo M., (2001), *Finanza e sviluppo sostenibile*, Il Sole 24 Ore, Milano, pp.55, 87.

1. Gli Investimenti Sostenibili e Responsabili

1.1 Denominazione e significato del termine

Per parlare di investimenti sostenibili e responsabili (ISR) è necessario anzitutto inquadrare il contesto che fa da cornice, e perciò parlare di sostenibilità e sviluppo sostenibile. La sostenibilità è un concetto complesso che riassume in sé elementi di teoria economica e sociale e, se considerato in senso lato, rappresenta una specifica visione della vita e del rapporto tra uomo e natura³. È una sfida per trovare un modello di sviluppo economico che consenta una particolare prospettiva di continuità nel tempo. Anche se tale concetto può apparire difficilmente comprensibile per la complessità degli elementi che entrano in gioco, in realtà si manifesta con le scelte quotidiane di governi, organizzazioni e individui.

La letteratura scientifica ha riconosciuto come definizione ufficiale di sostenibilità quella elaborata dalla Commissione Brundtland delle Nazioni Unite nel 1987⁴ che afferma che lo sviluppo sostenibile è quello che *“soddisfa i bisogni dell’attuale generazione senza compromettere la capacità di quelle future di rispondere ai propri.”* La sostenibilità si presenta perciò come un obiettivo che deve necessariamente essere raggiunto conciliando l’equilibrio di tre “pilastri”: economico, sociale, ambientale.

Analizzando il tema più nel dettaglio, la sostenibilità ambientale richiede l’equilibrio tra gli input di risorse naturali nei processi di trasformazione e i loro output, in modo da mantenere la produttività e la funzionalità dei sistemi ecologici⁵. Ciò significa, ad esempio, che le risorse non rinnovabili (petrolio, carbone) dovrebbero essere sfruttate in modo da garantire che possano essere rimpiazzate tempestivamente da altre rinnovabili. La sostenibilità economica, invece, mira al mantenimento del capitale, in altre parole consumare il reddito prodotto senza intaccare la sua capacità di continuare a generarne. In quest’ambito poi il capitale naturale, il capitale umano e quello artificiale sono considerati come beni non fungibili e quindi è necessario che tutte e tre le forme di capitale siano conservate integre⁶. Ultimo pilastro è la sostenibilità sociale che fonda il suo principio attraverso il rispetto dei diritti umani e l’accesso alle opportunità di sviluppo come interazione tra equità intergenerazionale e infragenerazionale⁷. La sostenibilità dello sviluppo si persegue attraverso la ricerca di un difficile equilibrio schematizzato in Figura 1.1.

³ Dal Maso D. e Bartolomeo M., (2001), *Finanza e sviluppo sostenibile*, Il Sole 24 Ore, Milano, p. 9

⁴ <http://www.un-documents.net/wced-ocf.htm>

⁵ Dal Maso D. e Bartolomeo M., (2001), *Finanza e sviluppo sostenibile*, Il Sole 24 Ore, Milano, p. 12

⁶ Dal Maso D. e Bartolomeo M., (2001), *Finanza e sviluppo sostenibile*, Il Sole 24 Ore, Milano, p. 13

⁷ Dal Maso D. e Bartolomeo M., (2001), *Finanza e sviluppo sostenibile*, Il Sole 24 Ore, Milano, p. 13

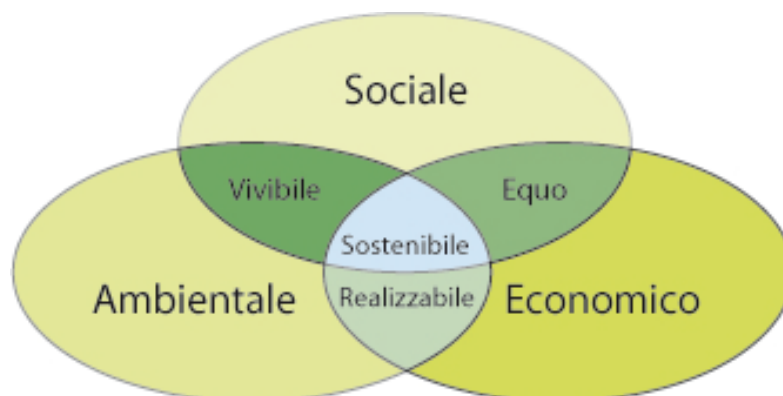


Figura 1.1 Pilastri dello sviluppo sostenibile (C. Brunelli, *Per un Geografia della sostenibilità, teorie e modelli didattici*, Patron ed. 2006)

Il legame che emerge tra lo sviluppo sostenibile e la dimensione finanziaria è la finanza etica o socialmente responsabile: non è “etica” nel senso che si contrappone a una finanza “non-etica”, ma nel senso che pone la questione etica al centro della propria missione⁸. Non c’è l’idea di una finanza buona e una cattiva, bensì di una finanza che si fa strumento di una visione dello sviluppo orientata alla sostenibilità. Il mezzo utilizzato per rendere applicabile questa idea è l’investimento di disponibilità finanziarie che integra la dimensione economica della convenienza con la dimensione ambientale e sociale, intesa come compatibilità ed equità. Questo tipo di investimento viene denominato Investimento Sostenibile e Responsabile (ISR)⁹ la cui definizione nella letteratura scientifica varia notevolmente. Il Forum per la Finanza Sostenibile li definisce come quelle forme di gestione patrimoniale che insieme agli obiettivi tipici della gestione finanziaria, cioè l’ottimizzazione del rapporto rischio-rendimento, affiancano considerazioni di natura etica, sociale, ambientale e di buon governo¹⁰. Altre organizzazioni internazionali come il World Economic Forum descrivono gli ISR come un approccio di investimento che integra criteri ambientali, sociali e di *governance* (ESG) nell’investimento stesso con l’obiettivo di generare un rendimento finanziario superiore¹¹. Un’altra comune definizione descrive gli ISR

⁸ Gallicani M., (2005), *La finanza etica: paradigma di un sistema di scelte*, in Etica e finanza, Signori S., Rusconi G., Dorigatti M. (a cura di), Franco Angeli Editore, Milano, p. 98

⁹ L’investimento sostenibile e responsabile è la traduzione inglese di Sustainable and Responsible Investment (SRI). La coniazione di tale termine è nata nel 2008, precedentemente a tale data la dicitura era Socially Responsible Investing (SRI). Oggi entrambi i termini sono utilizzati come sinonimi.

¹⁰ Forum per la finanza sostenibile, (2012), *Linee guida per l’integrazione dei fattori ambientali, sociali e di governo societario nei processi di investimento nei processi di investimento dei fondi pensione complementari*. In www.finanzasostenibile.it

¹¹ Kent Baker H., Nofsinger John R. , (2012) *Socially Responsible Finance and Investing*, Wiley, Hoboken, p.428

come un processo di investimento in cui i criteri in materia di comportamento sociale e ambientale di una società svolgono un ruolo decisivo nell'ammettere nel portafoglio d'investimento azioni di tale società¹². Il fine è far sì che nasca un senso di responsabilità maggiore nelle imprese oggetto d'investimento verso gli attori economici, sociali e politici. L'investimento sostenibile e responsabile si concretizza con strumenti finanziari quali i fondi d'investimento con una forte connotazione sociale ed ambientale destinati soprattutto ai risparmiatori individuali. In seconda battuta con fondi d'investimento tradizionali, fondi pensioni e SICAV gestiti con l'implementazione di fattori ambientali e sociali in un'ottica di ottimizzazione di portafoglio. Un ulteriore ambito è il private banking con la gestione separata dei patrimoni di fondazioni, enti no-profit e gruppi religiosi. Altre dimensioni si ritrovano nell'esercizio da parte dei fondi del diritto di voto per orientare le decisioni del management delle imprese oggetto d'investimento. Bartolomeo Matteo nel volume *"Finanza e sviluppo sostenibile"* propone cinque diverse motivazioni che spingono i gestori a utilizzare criteri ambientali e sociali nelle scelte di portafoglio. Esse sono:

1. **Gestione ottimale del rischio/rendimento.** Ogni investitore è alla ricerca di un giusto bilanciamento tra il rischio e il rendimento, un principio che sta alla base di ogni investimento. L'introduzione di questioni ambientali e sociali, rappresentano opportunità di sviluppo poiché sono elementi che creano il presupposto per sollecitare l'impresa al continuo miglioramento, potendo così, nel lungo periodo, aumentare il rendimento del capitale investito.
2. **Ricerca d'impresa ad alto potenziale.** Questa motivazione nasce alla luce della relazione esistente tra la capacità di un'impresa di interpretare i bisogni dei clienti e il suo successo. È possibile ritenere che le imprese che riescono ad ottenere delle soluzioni sostenibili a problemi come la disoccupazione o il cambiamento climatico, possano avere un buon successo commerciale ed essere così oggetto di alleanze con partner industriali globalmente riconosciuti.
3. **Valutazione degli asset intangibili.** I gestori non utilizzano più solo indicatori finanziari reddituali e patrimoniali, ma considerano anche variabili non finanziarie: esse sono considerate soggettive, ma ci sono tre punti cosiddetti *asset* intangibili che, secondo gli analisti, influenzano il 30% circa del valore di un titolo di un'impresa a medio-alta capitalizzazione¹³. Esse sono: la qualità del management, il capitale intellettuale e la reputazione. Infatti, le modalità con cui vengono gestite le variabili ambientali e sociali possono essere considerate come indicatori della qualità del management, della reputazione cui gode l'impresa e del capitale umano orientato verso una responsabilità per la sostenibilità.

¹² Kent Baker H., Nofsinger John R. , (2012) *Socially Responsible Finance and Investing*, Wiley, Hoboken, p.428

¹³ Dal Maso D. e Bartolomeo M., (2001), *Finanza e sviluppo sostenibile*, Il Sole 24 Ore, Milano, pp. 62-63

4. **Individuazione delle imprese più efficienti.** In questo ambito assumono una notevole importanza i costi ambientali che l'impresa deve sostenere sul processo di produzione, cosicché l'investitore ha modo di discernere tra imprese che sono in grado di ridurre nel tempo tali costi e imprese che mantengono invece un atteggiamento di difesa limitandosi solamente a ottemperare alle disposizioni normative.
5. **Marketing.** Con la crescita della domanda per gli investimenti sostenibili e responsabili le istituzioni finanziarie hanno compreso che nei loro prodotti finanziari deve essere posta l'attenzione alle questioni ambientali per poter cogliere le opportunità che il mercato offre.

Baker e Nofsinger affermano, invece, che esistono due vantaggi nell'utilizzare gli ISR. Per primo, le decisioni di investimento sono in linea con i valori personali dell'investitore e gli investitori responsabili possono mettere pressione sulle imprese che non rispondono alle esigenze ambientali e sociali. Il secondo vantaggio riguarda le imprese considerate sostenibili e responsabili, le quali vengono considerate più forti e redditizie perché hanno meno probabilità di essere soggette ad azioni di responsabilità, a multe ed azioni legali¹⁴.

Dopo aver visto come gli investimenti sostenibili e responsabili vengono qualificati è ora indispensabile definire quali sono le considerazioni etiche, ambientali e sociali utilizzate per la selezione dell'investimento, affinché si possa uscire dall'ambiguità e comprenderne le applicazioni concrete. Vengono innanzitutto identificate quattro dimensioni di carattere generale: ambientale, sociale, *governance*, etica¹⁵. All'interno di ogni dimensione sono racchiuse delle specifiche tematiche raffigurate nella Tabella 1.1. Tali tematiche permettono agli investitori di delineare un modello ideale di riferimento per le imprese candidate ad essere inserite nel mondo degli ISR¹⁶.

Ambientale	Sociale	Governance	Etica
Cambiamenti climatici Acqua Suolo Biodiversità Risorse naturali Energia Rifiuti	Diritti umani Sviluppo del capitale umano Attrazione dei talenti Pari opportunità e diversità Salute e sicurezza Relazioni con la comunità Sviluppo socio-economico Filantropia	Indipendenza Remunerazione Compliance Corruzione Diritti degli azionisti Gestione del rischio	Produzione e commercio di alcolici Produzione di tabacco Produzione di armi Sperimentazione sugli animali Produzione e commercio di pellicce Gioco d'azzardo Pornografia

Tabella 1.1 Dimensioni e tematiche ESG (ANASF, 2010, *Manuale per promotori finanziari e addetti alla vendita di prodotti finanziari – la finanza sostenibile e l'investimento responsabile*, Milano.)

¹⁴ Kent Baker H., Nofsinger John R. , (2012) *Socially Responsible Finance and Investing*, Wiley, Hoboken, p.431

¹⁵ Abbreviate con l'acronimo ESG (Environmental, Social, Governance). La dimensione etica è stata inserita per quegli aspetti che non si riesce a inserire nelle altre tre dimensioni.

¹⁶ ANASF, (2010), *Manuale per promotori finanziari e addetti alla vendita di prodotti finanziari – la finanza sostenibile e l'investimento responsabile*, Milano, in www.anasf.it

Al fine di comprendere al meglio le tematiche che compongono le dimensioni ESG, di seguito viene stilata un breve descrizione delle più utilizzate per la valutazione degli investimenti.

Dimensione Ambientale

Cambiamenti Climatici

Sono considerati come causa dei cambiamenti climatici i gas ad effetto serra. Con questo criterio viene valutato come le imprese producendo tali gas compromettono l'ambiente e quali strumenti utilizzino per contrastare le emissioni¹⁷.

Biodiversità

Biodiversità è il termine utilizzato per descrivere la diversità delle specie viventi sulla Terra. L'attività di molte imprese dipende dalla biodiversità e dai servizi forniti dagli ecosistemi. La dipendenza e/o l'impatto sulla biodiversità si accompagna a una serie di rischi d'impresa diretti e indiretti: rischi fisici, regolamentativi, di mercato, di prezzo, legali. Il settore agricolo e alimentare, le industrie estrattive, il settore immobiliare e le infrastrutture, l'industria della carta e del legname, il settore turistico sono tra i più esposti a tali rischi¹⁸.

Acqua

L'acqua è un elemento indispensabile per la vita sulla terra. L'accesso all'acqua è considerato un diritto umano fondamentale; tuttavia, l'acqua dolce è una risorsa scarsa ed è distribuita in maniera diseguale nel territorio. La maggior parte dei settori industriali hanno delle attività per le quali l'acqua rappresenta un fattore cruciale; alcuni settori sono maggiormente esposti ai rischi collegati allo sfruttamento di tale risorsa, tra cui il settore agricolo, alimentare, minerario ed energetico. Esistono varie opportunità per un uso sostenibile dell'acqua volte a migliorare l'efficienza e la qualità delle infrastrutture, l'innovazione tecnologica, le modalità di gestione, la fornitura e la potabilizzazione¹⁹.

Dimensione sociale

Diritti umani

La Dichiarazione Universale sui Diritti Umani (1948) rappresenta il fondamento per l'affermazione della dignità e pari diritti per ogni essere umano. Le Nazioni Unite nel 2008 hanno inoltre affermato tre principi per orientare le sfide in tema di business e diritti umani: il dovere dei Governi di proteggere la propria Nazione contro gli abusi commessi da soggetti terzi, comprese le imprese; la responsabilità delle imprese di rispettare tutti i diritti umani; la necessità di garantire un effettivo compenso nei confronti delle vittime, per via giudiziaria o extragiudiziaria. Alcuni aspetti che riguardano la tutela dei diritti umani nell'esercizio dell'attività

¹⁷ UK Social Investment Forum (2009). *Green and Ethical Investment – A Course for Financial Advisers*. In www.uksif.org

¹⁸ EUROSIF (2009). *Biodiversity Theme Report. 2nd in a series*, in www.eurosif.org

¹⁹ EUROSIF (2008). *Water Theme Report. 1st in a series*, in www.eurosif.org

d'impresa sono: la non discriminazione, la libertà di associazione, il contrasto al lavoro infantile e forzato, la salvaguardia delle popolazioni indigene²⁰.

Sviluppo del capitale umano

La formazione e l'educazione sono aspetti fondamentali nel perseguimento dell'eccellenza, investendo nelle capacità e nel know-how delle risorse umane. All'attività di formazione ed educazione, le aziende possono affiancare programmi di *skill management* e di valutazione delle performance contribuendo, oltre alla qualità del business, alla soddisfazione e sviluppo professionale dei dipendenti²¹.

Salute e sicurezza

Le buone pratiche in tema di salute e sicurezza possono essere declinate in base al coinvolgimento e partecipazione dei lavoratori (commissioni tecniche, gruppi di lavoro, consultazione preventiva del rappresentante dei lavoratori per la sicurezza, analisi delle cause degli infortuni e delle malattie professionali, etc.) alle politiche di formazione (corsi di aggiornamento rivolti a tutte le figure aziendali, o a target specifici, etc.), alla progettazione e organizzazione del lavoro (rotazione delle mansioni, sistemi di monitoraggio dei ritmi di lavoro, etc.)²².

Dimensione governance

Indipendenza

Il consiglio d'amministrazione di ogni società dovrebbe poter esprimere un giudizio obiettivo e indipendente sugli affari societari, attraverso la presenza di un numero sufficiente di amministratori indipendenti, che non siano dipendenti della società, né di società consociate, né strettamente legati ad essa o alla sua direzione da rilevanti legami di natura economica, familiare o di altro genere²³.

Remunerazione

La trasparenza sulla politica di remunerazione, sugli obiettivi di performance e sui criteri di riferimento, il riconoscimento del diritto di voto agli azionisti sulla politica di remunerazione, la trasparenza rispetto alla remunerazione dei top-manager e l'approvazione preventiva da parte degli azionisti, insieme al collegamento di una parte rilevante della remunerazione a obiettivi di performance di lungo termine sono tra gli aspetti determinanti nell'analisi e valutazione di una società²⁴.

Corruzione

Il rischio di corruzione può variare da un settore industriale all'altro e da una

²⁰ GRI, Realizing Rights, UN Global Compact (2009). *A Resource Guide to Corporate Human Rights Reporting*. In www.globalreporting.org

²¹ EFFAS (2009). *KPIs for ESG. A guideline for the Integration of ESG into Financial Analysis and Corporate Valuation*. In www.effas.org

²² CSR (2009). *La salute e sicurezza sul lavoro nelle piccole e medie imprese italiane, un approccio socialmente responsabile*. In www.i-csr.org

²³ OECD (2004). *OECD Principles of Corporate Governance*. In www.oecd.org

²⁴ EUROSIF (2010). *Remuneration Theme Report. 3rd in a series*, in www.eurosif.org

società all'altra. Le società dovrebbero implementare specifici programmi per contrastare la corruzione. Un efficace programma anti-corruzione può rafforzare la reputazione, consolidare la fiducia e il rispetto dei dipendenti e aumentare la credibilità verso gli stakeholder²⁵.

Dimensione etica

Produzione di tabacco

Le persone che si rivolgono all'investimento etico sono spesso interessate ad escludere l'industria del tabacco. L'interesse all'esclusione può anche riguardare i distributori – come i supermercati – che effettuano la vendita al dettaglio dei prodotti a base di tabacco²⁶.

Sperimentazione sugli animali

Le opinioni sul ricorso alla sperimentazione sugli animali per testare i prodotti ad uso umano possono essere molto diverse tra loro. Alcune persone possono obiettare rispetto alla sperimentazione per i prodotti cosmetici o casalinghi, altre rispetto ai test per lo sviluppo di prodotti farmaceutici²⁷.

Le tematiche appena illustrate, in quanto indicatori che possono risultare suscettibili di un'analisi soggettiva, sono state formalizzate attraverso la creazione di indicatori di performance per consentire un'analisi extra-finanziaria. Un utile lista²⁸ di tali indicatori di riferimento sugli aspetti ESG è stata fornita dalla *European Federation of Financial Analysts Societies*²⁹ (EFFAS) qui riportata in Tabella 1.2.

Tematiche	Indicatori di performance
Efficienza Energetica	Consumo di energia totale. Consumo di energia relativo.
Emissioni GHG ³⁰	Emissioni GHG (totale). Emissioni GHG (relativo).
Turnover del personale	Percentuale dei dipendenti in uscita durante l'anno, sul totale dei dipendenti.
Formazione e specializzazione	Percentuale di dipendenti formati durante l'anno, sul totale dei dipendenti. Spesa media di formazione, per dipendente, all'anno.
Anzianità del personale	Struttura del personale per classi d'età. Percentuale di dipendenti in età pensionabile nei prossimi 5 anni.
Assenteismo	Numero di giornate lavorative perse per dipendente, all'anno.

²⁵ EFFAS (2009). *KPIs for ESG. A guideline for the Integration of ESG into Financial Analysis and Corporate Valuation*. In www.effas.net

²⁶ UK Social Investment Forum (2009). *Green and Ethical Investment – A Course for Financial Advisers* In www.uksif.org

²⁷ UK Social Investment Forum (2009). *Green and Ethical Investment – A Course for Financial Advisers* In www.uksif.org

²⁸ La lista non è esaustiva per approfondimenti si veda: EFFAS (2009) *KPIs for ESG A Guideline for integration of ESG into Financial Analysis and Corporate Valuation*.

²⁹ www.effas.net

³⁰ Gas ad effetto serra.

Controversie	Spese e multe per processi, azioni legali relative a comportamenti anti-competitivi e monopolistici. Riserve preventive contro comportamenti anti-competitivi e monopolistici. Pagamenti per cause legali (totali/da riserve).
Corruzione	Percentuale di fatturato in regioni con un basso indice di corruzione.
Fatturato da nuovi prodotti	Percentuale di fatturato da prodotti al termine del ciclo di vita. Percentuale di prodotti nuovi o modificati, introdotti entro gli ultimi 12 mesi.

Tabella 1.2 Indicatori di performance per la valutazione degli investimenti sostenibili (ANASF, 2010, *Manuale per promotori finanziari e alla vendita di prodotti finanziari -la finanza sostenibile e l'investimento responsabile*, Milano.)

1.2 Principi a base degli investimenti sostenibili nel tempo

Grazie al solido sviluppo degli investimenti sostenibili nel tempo si è radicato nel sistema politico la consapevolezza che il mondo della finanza può diventare uno strumento di pressione straordinario per spingere le imprese verso un comportamento più “etico”. Alla luce di questa consapevolezza le Nazioni Unite hanno voluto istituzionalizzare queste pratiche attraverso lo “*UN Environment Programme*” con il quale ha redatto, insieme a oltre 200 istituzioni del settore finanziario, un documento chiamato “*Principle of Responsible Investment*” il cui contenuto costituisce una linea guida per gli investitori che vogliono indirizzarsi verso i fattori ESG. Il documento si compone di un'introduzione e una lista di sei principi così redatti³¹:

“Come investitori istituzionali, abbiamo il dovere di agire nel migliore interesse nel lungo periodo per i nostri beneficiari. In questo ruolo fiduciario, crediamo che i fattori ambientali, sociali e di governo societario possano incidere sulle performance dei portafogli d'investimento (in misura variabile tra imprese, settori, regioni, classi di attività e attraverso il tempo). Riconosciamo anche che l'applicazione di questi principi possano allineare al meglio gli investitori con i più ampi obiettivi della società. Pertanto, ove coerente con le nostre responsabilità fiduciarie, ci impegniamo a:

- 1. Integrare i fattori ESG nell'analisi degli investimenti e nei processi decisionali.*
- 2. Assumere il ruolo di azionisti attivi e integrare i fattori ESG nelle nostre politiche e pratiche di azionariato.*

³¹ www.unipri.org

3. *Richiedere un'adeguata trasparenza e informazione sugli aspetti ESG presso le società in cui vengono effettuati investimenti.*

4. *Promuovere l'accettazione e l'attuazione dei principi nel settore degli investimenti.*

5. *Aumentare l'efficacia nell'applicazione dei principi tramite una partecipazione attiva all'interno delle reti PRI.*

6. *Redigere un resoconto annuale sulle attività e sui progressi nell'applicazione dei principi.*

I Principi di investimento responsabile sono stati sviluppati da un gruppo internazionale di investitori istituzionali che riflettono la crescente rilevanza delle questioni ESG alle pratiche di investimento. Il processo è stato convocato dal Segretario generale delle Nazioni Unite. Nel firmare i Principi, noi come investitori ci impegniamo pubblicamente ad adottarli e attuarli, purché siano coerenti con le nostre responsabilità fiduciarie. Ci impegniamo anche per valutarne la loro efficacia e migliorarne il contenuto nel tempo. Crediamo che questo migliorerà la nostra capacità di far fronte agli impegni a favore dei beneficiari così come migliorare le nostre attività di investimento con gli interessi più ampi della società. Noi incoraggiamo gli altri investitori di adottare i principi.”

1.3 Evoluzione storica degli investimenti sostenibili e responsabili

L'investimento responsabile non ha origini recenti né una data precisa. Ma lo spirito che ha spinto le prime applicazioni di questa tipologia d'investimento sono riconducibili al diciassettesimo secolo, quando i Quaccheri³² si rifiutarono di trarre profitto con i loro risparmi dalla guerra e dalla vendita di schiavi in quanto pratiche incompatibili con la dottrina cristiana. Iniziarono così a considerare come obiettivo non solo il ritorno economico, ma anche obiettivi che esulavano dalla finanza classica³³. Se i Quaccheri figurano come i pionieri di questa pratica, anche altri gruppi religiosi attivi nel mondo anglosassone nel corso dell'ottocento adottarono un atteggiamento analogo, attraverso una politica d'investimento che andava a escludere le imprese produttrici di armi, tabacco e alcool dal portafoglio. Il rafforzamento di questa tendenza si sviluppò in modo più definito all'inizio del diciannovesimo secolo negli Stati Uniti d'America dove si aprì un primo dibattito

³² Movimento religioso nato nel 17° sec. in Inghilterra dalla predicazione di G. Fox. Si diffuse presto nelle colonie, soprattutto in America, dove nel 1659-61, dopo violente persecuzioni, i Quaccheri si poterono stabilire nel New Jersey e in Pennsylvania; in America i Quaccheri furono la prima comunità cristiana a combattere la schiavitù. (www.treccani.it)

³³ Regalli M., Soana M., Tavaglini G., (2005) *I fondi etici: caratteristiche, spazi di mercato, ritorni finanziari*, in *Etica e finanza*, Signori S., Rusconi G., Dorigatti M. (a cura di), Franco Angeli Editore, Milano, p. 178

sul tema del rapporto tra etica e finanza³⁴. Alcune istituzioni religiose ritenevano immorale depositare e investire il loro risparmio in banche e società che investissero e svolgessero attività in contrasto con i principi cristiani. Conseguenza del dibattito fu la creazione nel 1928 del primo fondo d'investimento orientato in senso etico, il *Pioneer Fund*, il cui scopo era di escludere dal suo portafoglio i cosiddetti "titoli del peccato" ovvero partecipazioni in società dei settori del tabacco, del gioco d'azzardo e dell'alcol³⁵.

Decisivi per l'evoluzione dei primi approcci all'eticità degli investimenti furono gli anni della contestazione. La fine degli anni '60 rappresentarono per le democrazie occidentali un momento cruciale nei quali: le battaglie per i diritti dell'uomo, i boicottaggi ad alcune multinazionali, la comprensione crescente del divario tra paesi del nord e paesi del terzo mondo furono alcuni dei problemi che minarono alle fondamenta del sistema politico-economico del tempo. Queste questioni rappresentarono il carburante per un rilancio dell'investimento sostenibile. Fu così che per la prima volta anche il mondo laico mostrò apertamente interesse verso la destinazione del proprio denaro. Nel 1971 due ministri metodisti, consapevoli che negli Stati Uniti non esisteva alcun fondo che non traesse beneficio dalla guerra, crearono il primo fondo comune d'investimento socialmente responsabile moderno, il *Pax World Fund*. Il suo portafoglio era costituito solamente da società che non erano coinvolte nel commercio delle armi, del tabacco, dell'alcol e in più, tali società, dovevano dimostrare di avere buone relazioni con i propri dipendenti ed avere rispetto per l'ambiente. Scopo del fondo era "*contribuire alla pace nel mondo attraverso l'investimento in compagnie che producessero beni e servizi a sostegno della vita*"³⁶.

Sempre nello stesso periodo, grazie a Ralph Nader³⁷ ed a un gruppo di attivisti, vennero portate all'assemblea dei soci della General Motors nove *resolutions*, dimostrando la scarsa sicurezza di alcune automobili, cosicché gli investitori iniziarono a interessarsi di più dei problemi di natura non strettamente finanziaria. Questo tipo di comportamento fece nascere lo *shareholder action*, ovvero quella strategia che "*mira a coinvolgere gli investitori riguardo i criteri di responsabilità sociale adottati dalle aziende*"³⁸. Questo strumento è oggi parte integrante negli investimenti sostenibili.

³⁴ Signori S., Rusconi G., Dorigatti M. (a cura di), (2005) *Etica e finanza*, Franco Angeli Editore, Milano, p.178

³⁵ Dal Maso D. e Bartolomeo M., (2001), *Finanza e sviluppo sostenibile*, Il Sole 24 Ore, Milano, pp. 56-57

³⁶ Regalli M., Soana M., Tavaglini G., (2005) *I fondi etici: caratteristiche, spazi di mercato, ritorni finanziari*, in *Etica e finanza*, Signori S., Rusconi G., Dorigatti M. (a cura di), Franco Angeli Editore, Milano, p.179

³⁷ Avvocato statunitense, nato nel 1934 in Connecticut, promosse campagne contro i criteri di costruzione di varie automobili statunitensi e formò un gruppo in difesa dei consumatori dal potere dell'industria e della pubblicità. (www.treccani.it)

³⁸ Signori S., Rusconi G., Dorigatti M. (a cura di), (2005) *Etica e finanza*, Franco Angeli Editore, Milano, p. 179

Un altro momento tipico nell'evoluzione degli investimenti sostenibili ebbe seguito con la lotta al regime segregazionista sudafricano alla fine degli anni '70. Grazie alla redazione di principi comportamentali le imprese americane operanti sul territorio africano ebbero l'obbligo di applicarli ai lavoratori africani, costringendo così i consigli di amministrazione a rivedere le loro politiche organizzative³⁹.

Con gli anni '80 il fenomeno degli investimenti sostenibili inizia a diffondersi anche in Europa, dapprima con la nascita dell'EIRIS (*Experts in Responsible Investments Solutions*) una società di servizi, che venne fondata con l'obiettivo di dare supporto a tutti gli investitori che avessero voluto investire seguendo principi e linee etiche⁴⁰. In seguito venne creato il primo fondo socialmente responsabile europeo, il *Friends Provident's Stewardship*. Da segnalare, inoltre, negli anni 2000 la nascita degli indici FTSE4GOOD e del *Dow Jones Sustainability indexes*⁴¹.

2. Classificazione degli investimenti

2.1. Classificazione in base alla strategia d'investimento

L'elemento che caratterizza maggiormente gli ISR è il processo di selezione dei titoli da inserire in un eventuale portafoglio. Prassi vuole che ogni ente o istituzione abbia proprio processo di classificazione più o meno articolato ma è possibile classificare gli investimenti in quattro macro-categorie⁴²:

A) Lo screening negativo

È considerata la strategia più conosciuta e la più antica. Essa implica l'esclusione di società o di settori che non rispettano gli standard ESG. Per quando riguarda il settore di attività, si evita l'investimento in società che presentano un coinvolgimento nella commercializzazione o fabbricazione di tabacco, armi, alcool, pornografia, gioco d'azzardo ed energia nucleare. Invece per quanto riguarda le politiche ambientali (*Environmental*) i settori che sono esclusi maggiormente risultano essere quelli petroliferi e minerari. Se si guarda alle politiche sociali (*social*) invece, sono escluse le aziende che impediscono la libertà sindacale e non rispettano i diritti umani. Nella Tabella 2.1 vengono riportati i criteri di esclusione con la loro definizione.

³⁹ Dal Maso D. e Bartolomeo M., (2001), *Finanza e sviluppo sostenibile*, Il Sole 24 Ore, Milano, p. 56

⁴⁰ www.eiris.org

⁴¹ UBS (2001) *Sustainability Investment*, in www.ubswarburg.com

⁴² Signori S., Rusconi G., Dorigatti M. (a cura di), (2005), *Etica e finanza*, Franco Angeli Editore, Milano, p. 180-181

Criteri	Definizione
Alcol	Imprese coinvolte nella produzione, distribuzione o promozione di bevande alcoliche
Gioco d'azzardo	Casinò e fornitori d'attrezzature di gioco d'azzardo
Tabacco	Produttori di sigarette
Armi militari	Produttori di armi militari
Energia nucleare	Produttori di reattori nucleari o gestori di centrali nucleari
Armi da fuoco	Produttori di armi
Pornografia	Editori di riviste e film pornografici
OGM	Imprese produttrici di OGM

Tabella 2.1 Criteri ISR dello screening negativo (Kent Baker H., Nofsinger John R., (2012) *Socially Responsible Finance and Investing*, Wiley, Hoboken)

B) Lo screening positivo

Questa strategia mira a promuovere gli investimenti in società considerate virtuose per l'impegno a favore della sostenibilità nello svolgimento del proprio business. Elementi di valutazione in questo senso possono essere la trasparenza della gestione, la democrazia interna, la valorizzazione delle risorse umane, la partecipazione dei lavoratori alla gestione aziendale, il rispetto dell'ambiente, la qualità dei prodotti, la salvaguardia della salute e l'adesione a convenzioni internazionali socialmente rilevanti. Tutti questi criteri appena elencati possono, a differenza dei casi, presentare gradi di articolazioni differenti secondo una scala gerarchica su più livelli. Dove al primo livello si trovano le politiche ambientali, al secondo e al terzo livello trovano collocazione rispettivamente le politiche interne ed esterne delle aziende interessate. Nella Tabella 2.2 vengono riportati i criteri positivi di inclusione con la loro definizione.

Criteri	Definizione
Comunità	Attività destinate alla comunità
Diversità	Politica attiva verso l'occupazione delle minoranze
Rapporti di lavoro	Ricerca delle potenzialità dei dipendenti; partecipazione agli utili dei dipendenti, evitare lo sfruttamento del lavoro
Ambiente	Evitare la produzione di prodotti tossici; favorire attività di riciclo; riduzione di gas serra
Prodotto	Ricerca l'alta qualità nei prodotti

Tabella 2.2 Criteri ISR dello screening positivo (Kent Baker H., Nofsinger John R., (2012) *Socially Responsible Finance and Investing*, Wiley, Hoboken)

C) La community investing (o casued-basing investing)

Strategia che offre la possibilità di concedere dei finanziamenti a soggetti che non possono ottenere un prestito dalle istituzioni finanziarie tradizionali. Tale strategia mira a sostenere particolari cause meritevoli e soprattutto il denaro raccolto è investito per sostenere le comunità locali.

D) Azionariato attivo

L'ultima strategia nata negli USA mira, attraverso la qualità di azionisti, a incoraggiare e intraprendere iniziative meritevoli dal lato della responsabilità sociale dell'impresa con attività come la ricerca del dialogo con il management, la presentazione di mozioni nelle assemblee annuali dei soci o in casi estremi il boicottaggio e successiva dismissione delle partecipazioni in assenza di una collaborazione da parte della società.

2.2 EUROSIF

EUROSIF (*The European Social Investment Forum*, www.eurosif.org) è un gruppo paneuropeo no-profit la cui missione è sviluppare pratiche d'investimento sostenibile e i migliori modelli di *corporate governance* per i mercati finanziati europei. I membri attuali dell'EUROSIF sono fondi pensione, istituzioni finanziarie, istituzioni accademiche, associazioni di ricerca e ONG. I principali benefici che i membri ricevono dall'appartenenza all'associazione sono: attività di lobbying, informazioni sugli investimenti sostenibili e responsabili, iniziative europee che promuovono lo sviluppo dei settori legati agli ISR e alla *corporate governance*. EUROSIF classifica gli investimenti sostenibili in sette categorie⁴³:

1) Sustainability themed Investment

Gli investimenti tematici o di attività legate allo sviluppo della sostenibilità si concentrano su un tema specifico o su una pluralità di temi rientranti nelle dimensioni ESG. Questo tipo di investimento contribuisce implicitamente ad affrontare sfide sociali e/o ambientali come ad esempio i cambiamenti climatici o l'assistenza ospedaliera.

2) Best-in-Class investment selection

Investimento attraverso il quale le imprese con le migliori performance e le società leader all'interno di un settore vengono selezionati basandosi con riferimento alle dimensioni ESG.

3) Norms-based screening

Strategia nella quale la selezione degli investimenti avviene in conformità a norme internazionali o sull'insieme di norme che fanno riferimento alle dimensioni ambientali e sociali. Le norme internazionali sono definite dagli organismi sovranazionali come le Nazioni Unite.

⁴³ EUROSIF (2012), *European SRI Study 2012*, in www.eurosif.org

4) Exclusion of holding from investment universe

Questo approccio esclude società, settori o paesi, nell'ambito degli ISR, se coinvolti in alcune attività contrarie alla dimensione etica. Criteri comuni di esclusione sono: armi, pornografia, tabacco, gioco d'azzardo e la sperimentazione animale. Quest'approccio può essere indicato anche come esclusioni di tipo etico e valoriale. Tali criteri generalmente sono scelti dai gestori dei fondi.

5) Integration of ESG factors in financial analysis

Questo tipo di strategia prende in considerazione i fattori ESG insieme agli indicatori finanziari classici dell'analisi degli investimenti. Attraverso tale combinazione vengono selezionate le imprese che meglio rispecchiano l'attività sostenibile.

6) Engagement and voting on sustainability matters

Attività di coinvolgimento attivo nelle assemblee annuali attraverso la ricerca del dialogo con il management con l'impegno di consapevolizzare le società sulla sostenibilità. Questa è una strategia a lungo termine, nella quale si cerca di influenzare i comportamenti delle società coinvolte.

7) Impact investment

Sono investimenti effettuati in aziende, organizzazioni e fondi con l'intenzione di generare un impatto sociale e ambientale positivo. Gli *Impact investments* possono essere fatti sia in mercati emergenti sia sviluppati. Gli investimenti sono spesso progetti specifici, distinti dalla filantropia, poiché l'investitore mantiene la proprietà dell'attività aspettandosi un ritorno finanziario positivo. Famosi *Impact investments* sono il microcredito e i fondi d'imprenditoria sociale.

2.3 PRI Association

PRI (*Principles for Responsible Investment*, www.unpri.org) Association è una rete internazionale di investitori che lavorano insieme per mettere in pratica i sei Principi di Investimento Responsabile promossi dalle Nazioni Unite. L'obiettivo dell'associazione no-profit è quello di far comprendere agli investitori l'importanza della sostenibilità e supportare i firmatari dei sei principi a incorporare tali criteri nelle loro decisioni d'investimento. La PRI Association identifica gli investimenti sostenibili in sei categorie⁴⁴:

1) ESG integration

Prevede di considerare in fase d'investimento oltre che l'analisi finanziaria anche i fattori ESG al fine di poter influenzare i risultati finanziari. Un esempio potrebbe essere quello di valutare un investimento non solo dal punto di vista della redditività, ma anche dal lato dell'impatto ambientale.

⁴⁴ PRI Association (2012), *PRI Framework Pilot Main Definitions*, in www.unpri.org

2) ESG exclusions

Comporta l'esclusione di alcune partecipazioni sulla base dei fattori ESG. Ad esempio alcuni settori sono considerati inadatti per l'investimento a causa delle loro caratteristiche etiche (es. gioco d'azzardo). O sono escluse società che non soddisfano determinati requisiti minimi per far parte dell'universo degli investimenti sostenibili.

3) ESG themed investments

Si tratta d'investimenti in cui l'approccio d'investimento si basa sulla scelta di focalizzarsi su un determinato tema sociale o ambientale che le compagnie possono portare a termine nel migliore dei modi. Questo può comportare l'investimento in società che sono coinvolte in attività particolari o che sono particolarmente esposte a specifiche questioni ambientali o sociali.

4) ESG positive screening and Best-in-Class

Questo approccio tende a preferire gli investimenti in società che rispettano alcune caratteristiche ESG scelte dai gestori dei fondi. L'investimento può essere attuato in due modi o imponendo alle imprese di soddisfare standard minimi prima di essere prese in considerazione per l'investimento, o investire in società considerate le migliori nel loro settore.

5) Passive ESG titled indices

Si tratta di fondi d'investimento che replicano un indice azionario la cui composizione è calcolata considerando indicatori di performance ESG.

6) Engagements

- *Engagements* sono tutte le interazioni dei firmatari dei sei principi con gli investitori o i politici, per indirizzare le questioni ambientali e sociali e le strategie di business. Ci sono tre diversi tipi di *engagements*:
- *Engagements* per il monitoraggio, riferito ai dialoghi e alle discussioni tra investitori e società con lo scopo di raccogliere informazioni e monitorare le performance sulle questioni ambientali e sociali;
- *Engagements* per influenza, anch'essi dialoghi e discussioni tra investitori e società con l'obiettivo esplicito d'influenzare i comportamenti societari sulle questioni ambientali e sociali;

Engagements con i responsabili politici, impegno degli investitori di richiedere ai politici e ai governi leggi o regolamenti riguardanti le questioni tipiche della sostenibilità.

2.4 EFAMA

EFAMA (*European Fund and Asset Management Association*) è un'associazione rappresentativa della gestione degli investimenti per l'Europa. Fondata nel 1974 da alcuni paesi europei tra cui l'Italia. Rappresenta con i suoi 85 membri,

suddivisi tra associazioni e società, la corrispondenza di 54000 fondi d'investimento⁴⁵.

L'EFAMA suddivide gli investimenti sostenibili in cinque categorie⁴⁶:

1) Best in class

Vengono selezionate le migliori società, per ogni settore, che rispettano determinati requisiti ambientali e sociali.

2) Thematic approach

Le società in cui investire sono selezionate secondo determinati temi sociali o ambientali, come ad esempio, le energie rinnovabili, il cambiamento climatico, la creazione di posti di lavoro.

3) Norms-based approach

La selezione delle società per l'investimento sono selezionate in base a norme internazionali o definite dai gestori dei fondi in conformità delle tematiche ESG.

4) Exclusion approach

Vengono escluse dall'investimento tutte quelle società che svolgono attività controverse come la commercializzazione di armi, lo sfruttamento del lavoro minorile, i test sugli animali.

5) Engagement (voting)

Gli investitori s'impegnano ad attivare un dialogo nelle società in cui possiedono una partecipazione di minoranza attraverso l'esercizio del voto nelle assemblee, al fine di conseguire dei miglioramenti nei comportamenti degli amministratori riguardo alle questioni sociali e ambientali.

Al fine di avere un quadro complessivo delle varie strategie di ogni ente, la Tabella 2.3 riassume tutte le categorie e compara quelle ritenute simili⁴⁷. È desumibile che, a parte due categorie di investimento, tutte le organizzazioni hanno adottato le stesse strategie. È comunque da sottolineare che nonostante tutte le organizzazioni utilizzino le stesse strategie, a volte risulta difficile renderle confrontabili in termini analitici in quanto ognuna di esse attua delle metodologie che possono essere leggermente diverse. A titolo d'esempio, se prendiamo in considerazione la strategia *exclusions* troviamo che in alcuni fondi possono escludere una società per il settore in cui opera mentre altri possono considerare tale società sostenibile perché invece di considerare il settore considerano il modo di conduzione del business.

⁴⁵ www.efama.org

⁴⁶ EFAMA (2012) *Guidance on RI information in the KID & Post Investment Disclosure*, in www.efama.org

⁴⁷ EUROSIF (2012), *European SRI Study 2012*, in www.eurosif.org

EUROSIF	PRI Association	EFAMA
Norms-based screens	ESG exclusions	Norms-based approach
Best-in-Class selection	ESG positi screening	Best-in-Class
Sustainability themes	ESG-themes investments	Thematic approach
Exclusions	ESG exclusions	Exclusion approach
ESG integration	ESG integration	-
Engagement and voting	Engagements	Engagements (voting)
Impact investing	-	-
-	Passive ESG titled indices	-

Tabella 2.3 Strategie d'investimento (European SRI Study 2012, www.eurosif.org)

2.5 Il rating ambientale e sociale

Un altro modo di classificare gli investimenti sostenibili e responsabili è il rating ambientale e sociale. Un'attività grazie alla quale vengono raccolte e analizzate le informazioni sul comportamento delle imprese rispetto ad alle dimensioni ESG. Grazie a questo tipo di rating il gestore di fondi è in grado di selezionare le imprese che meglio risponde ai criteri fissati da egli stesso per la gestione responsabile⁴⁸.

La metodologia del rating etico si basa sulle attività di *screening* per analizzare il mercato al fine di valutare quelle imprese che rientrano nei criteri prestabiliti. Tali criteri possono essere sia di tipo negativo che di tipo positivo, sia qualitativi che quantitativi. L'approccio si divide in due fasi. La prima inizia con l'attività di screening negativo, nella quale si escludono automaticamente da una qualsiasi valutazione sul proprio livello di eticità quelle imprese che operano in contrasto con i principi degli investitori. Vi è l'applicazione di un vero e proprio filtro, poiché vengono eliminate a prescindere quelle aziende che realizzano una certa percentuale dei loro profitti da business palesemente non etici, come la produzione di armi, il gioco d'azzardo, la pornografia, la produzione di alcolici o di tabacco. Lo screening negativo viene dunque adottato a livello di settore, e ha il vantaggio di essere facilmente applicabile e immediatamente comprensibile. Tuttavia, anche nella scelta dei criteri di mera esclusione, si sottolinea l'importanza di definire i principi di responsabilità sociale da prendere come riferimento per individuare quali business scartare. Alcune agenzie potrebbero quindi decidere di non assegnare un giudizio alle imprese che si occupano di certe attività come l'energia nucleare, mentre altre potrebbero al contrario procedere con l'attribuzione di un rating⁴⁹.

⁴⁸ Dal Maso D. e Bartolomeo M., (2001), *Finanza e sviluppo sostenibile*, Il Sole 24 Ore, Milano, pp. 89-91

⁴⁹ www.standardethics.eu

La seconda fase è quella che caratterizza il rating etico ovvero l'aggiunta dei criteri positivi di screening. Essi vengono applicati subito dopo la scrematura effettuata dai criteri negativi, per premiare le imprese in base all'intensità del loro comportamento socialmente responsabile. In questa fase, la definizione dei principi di riferimento si basa sulla corrispondenza tra la situazione reale in cui si trova l'azienda rispetto a una situazione in cui tutti i principi, definiti dall'agenzia o dagli investitori, sono pienamente rispettati. In questo tipo di approccio l'assenza di un livello sufficiente in un parametro non è automaticamente causa di esclusione per un'impresa ma può essere compensata con livelli migliori in altri aspetti. Inoltre, il peso dato a ciascun parametro varia in base al principio di etica desunto dalla singola agenzia, così per alcuni potrà essere più importante che un'impresa gestisca al meglio il rapporto con i dipendenti, mentre per altri che gestisca meglio la questione ambientale⁵⁰. Naturalmente, anche il settore di appartenenza dell'impresa può influire sulla definizione degli indicatori e dei pesi da scegliere per una sua corretta analisi. Con i criteri positivi di screening diventa possibile rappresentare la situazione di un mercato o di un settore con una scala di valutazione più articolata, che parte da un livello di massima eticità, per arrivare all'esclusione, con un giudizio negativo, sulle imprese che si discostano eccessivamente dai valori di riferimento.

Poiché il modello generale appena presentato di rating etico è applicabile oltre che da agenzie anche da singoli fondi, nel 2001 l'Agenzia Europea di Investimenti Standard Ethics⁵¹ introdusse un modello che ad oggi è preso come riferimento dalla maggior parte delle istituzioni. Tale modello è risultato quello maggiormente utilizzato perché l'agenzia oltre che a risultare l'unica indipendente nel panorama europeo ha rinunciato a dare una propria definizione di etica, sostenibilità e responsabilità sociale, individuando alcuni enti sovraordinati che, per la loro autorità, sono ritenuti gli unici a poter definire gli stessi. In più l'agenzia utilizza il rating come uno strumento di valutazione articolato, in grado di proporzionare l'investimento rispetto alla qualità dell'emittente, partendo da un livello minimo pari a zero (sospensione), fino ad arrivare, tramite diversi livelli successivi, a un giudizio di massima eticità. Così è stata superata la dicotomia pregiudiziale promosso/bocciato, per arrivare a definire delle soglie di investimento massimo consentite all'Agenzia e alle sue controllate, legate ai rating etici degli emittenti.

Il sistema di valutazione di Standard Ethics utilizza un rating a otto livelli: EEE, EEE-, EE+, EE, EE-, E+, E, E-. All'interno del quale l'impresa modello, corrispondente al livello EEE, deve prevedere nel proprio statuto il rispetto della Dichiarazione universale dei diritti umani approvata dalle Nazioni Unite il 10 dicembre del 1948 (e delle principali norme internazionali che la completano e specificano), e in termini generali, l'adeguamento della propria struttura alle norme delle Nazioni Unite, OCSE e UE in fatto di Responsabilità Sociale

⁵⁰ RobecoSAM, (2013) *Dow Jones Sustainability World Index Guide* in www.sustainability-indices.com

⁵¹ L'Agenzia Europea di Investimenti (AEI) Standard Ethics è un'agenzia di rating di sostenibilità indipendente, con sede a Bruxelles, che analizza e valuta società, enti pubblici e organizzazioni sulla sostenibilità, responsabilità sociale, di governance e ambientale (www.standardethics.eu)

d'Impresa. E in più deve rispettare in via generale le seguenti condizioni basilari⁵²:

- Avere una posizione competitiva e non monopolistica (o legata a cartelli);
- Avere un capitale liberamente quotato, acquistabile, e che goda di eguali diritti sostanziali (no a patti di sindacato, ad esempio);
- Avere una proprietà diffusa oppure priva di qualsiasi conflitto d'interesse;
- Deve avere tutti i consiglieri d'amministrazione indipendenti dalla proprietà e sottoposti a un codice di condotta che garantisca un operato trasparente;
- Avere una procedura che verifichi il rispetto degli standard internazionalmente riconosciuti più aggiornati in materia sociale ed ambientale (anche in questo caso secondo le indicazioni dell'ONU; dell'OCSE; dell'UE).

I vari rating *unsolicited* (emessi senza un'esplicita richiesta da parte della società) vengono pubblicati periodicamente tramite comunicati stampa. Di seguito sono rappresentate in Tabella 2.4 le prime dieci società quotate sull'indice FTSE MIB, mentre in Tabella 2.5 le nazioni che possono vantare le migliori valutazioni.

Società	Rating	Outlook
Eni	EEE-	Stabile
Enel	EE+	Stabile
Saipem	EE+	Sotto osservazione
Unicredit	EE	Stabile
Generali	EE	Stabile
Azimut	EE	Stabile
Enel Green Power	EE	Stabile
STMicroelectronics	EE	Stabile
Ubibanca	EE	Stabile
Banco popolare	EE	Sotto osservazione

Tabella 2.4: Rating società FTSE MIB (www.standardethics.eu marzo 2013)

Nazione	Rating	Outlook
Svezia	EEE	Stabile
Norvegia	EEE	Stabile
Islanda	EEE	Stabile
Finlandia	EEE	Stabile
Danimarca	EEE	Negativo
Usa	EEE-	Stabile
Regno Unito	EEE-	Stabile
Olanda	EEE-	Stabile
Spagna	EEE-	Stabile
Nuova Zelanda	EEE-	Stabile
Irlanda	EEE-	Stabile
Germania	EEE-	Stabile
Francia	EEE-	Stabile
Austria	EEE-	Stabile
Italia	EE	Positivo

Tabella 2.5: Rating Nazioni (www.standardethics.eu marzo 2013)

⁵² www.standardethics.eu

Analizzando la Tabella 2.5 è possibile osservare che nelle prime quindici nazioni con il miglior rating nel mondo figurano in ben tredici posizioni nazioni europee. Questa particolarità sarà confermata con l'analisi dei mercati degli investimenti sostenibili e responsabili.

3. Il mercato mondiale ed europeo

3.1 Il mercato mondiale

In base ai dati raccolti⁵³ dal *Global Sustainable Investment Alliance*⁵⁴, la dimensione stimata del mercato di investimento globale sostenibile gestito nelle regioni interessate è di circa 13.600 miliardi dollari americani al 31 dicembre 2012. Il dato rappresenta il 21,8 per cento del totale delle attività finanziarie gestite nelle regioni interessate. È un dato rilevante poiché mostra che gli investimenti sostenibili hanno una scala significativa, anche alla luce delle volatilità e dell'incertezza finanziarie degli ultimi anni, iniziati con la crisi finanziaria americana dei mutui *subprime*. Le attività globali degli ISR sono indicate e suddivise per area geografica in Figura 3.1.

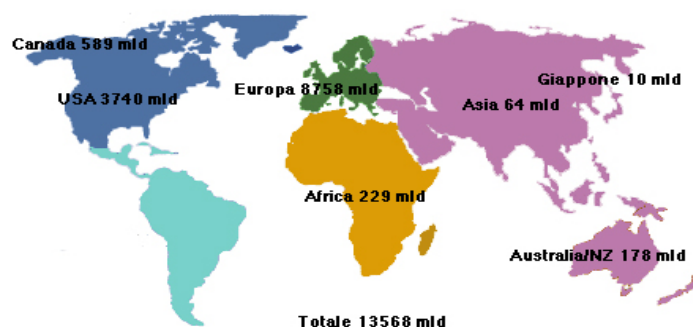


Figura 3.1 Investimenti sostenibili e responsabili nel mondo (Global Sustainable Investment Review, 2012, www.gsi-alliance.org)

Se guardiamo i tassi percentuali il mercato globale degli investimenti sostenibili è guidato dall'Europa con il 64,5 per cento, che rappresenta quasi i due terzi del patrimonio totale, come illustrato in Figura 3.2. Rilevanti sono anche le percentuali delle attività negli Stati Uniti e in misura minore del Canada, queste tre regioni rappresentano insieme il 96 per cento delle attività globali.

⁵³ Global Sustainable Investment Alliance, (2012), 2012 Global sustainable investment review, in www.gsi-alliance.org.

⁵⁴ Rappresenta una collaborazione tra le sette più grandi associazioni impegnate sul fronte dell'investimento sostenibile nel mondo: Association for Sustainable & Responsible Investment (ASRIA) in Asia, European Sustainable Investment Forum (Eurosif) in Europa, Responsible Investment Association Australasia (RIAA) in Australia, Social Investment Organization (SIO) in Canada, UK Sustainable Investment Association (UKSIF) nel Regno Unito, US SIF: The Forum for Sustainable and Responsible Investment negli Stati Uniti e Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling (VBDO) nei Paesi Bassi.

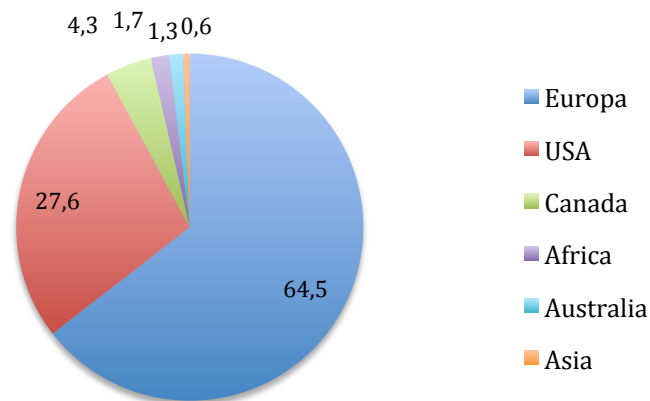


Figura 3.2 Investimenti sostenibili in percentuale (Global Sustainable Investment Review 2012, www.gsi-alliance.org)

Considerando invece il rapporto tra gli *asset* sostenibili e il totale degli *asset*, il mercato europeo risulta ancora la regione maggiormente sviluppata. Come mostrato in Figura 3.3, Gli ISR degli investitori istituzionali europei figurano al 49 per cento sul totale dei patrimoni gestiti, rispetto all'11,2 per cento degli Stati Uniti e non arriva al 2 per cento delle corrispondenti attività in Asia. La quota di mercato in Australia e in Canada è compresa in una fascia media che va dal 18 al 20,2 per cento.

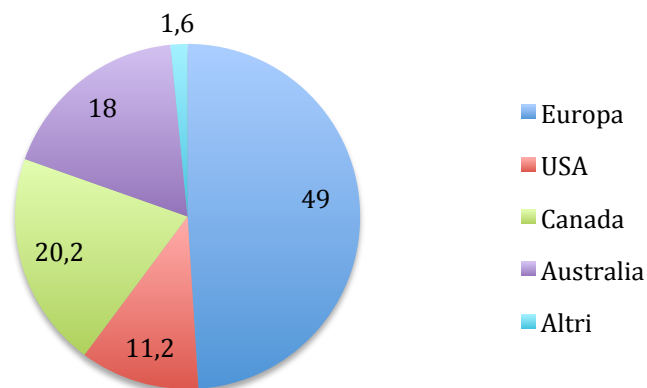


Figura 3.3 Asset sostenibili/asset totali in percentuale (Global Sustainable Investment Review, 2012, www.gsi-alliance.org)

Guardando oltre i dati aggregati per regione, la Figura 3.4 mostra l'importo investito a livello globale in ognuna delle sette strategie definita dall'EUROSIF, che insieme costituiscono il totale degli *asset* di investimento sostenibile. Per comprendere al meglio i dati elaborati dal rapporto del *Global Sustainable Investment Alliance* è necessario fare delle precisazioni sulla metodologia che l'associazione ha utilizzato. Si riscontra che la somma totale delle singole strategie è superiore al dato del totale delle attività che incorporano considerazioni

ESG perché molti investitori utilizzano una stessa impresa in più di una strategia, cosicché alcune attività sono conteggiate due volte (una per ogni strategia adottata) mentre i totali regionali in Figura 3.1 hanno tolto il doppio conteggio⁵⁵.

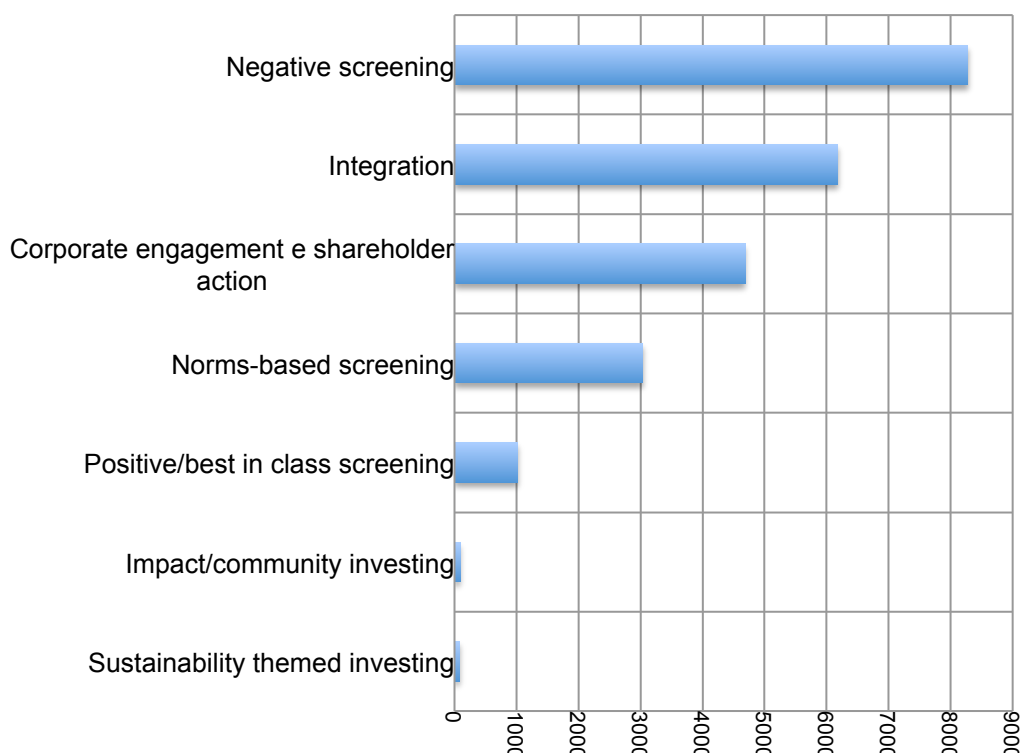


Figura 3.4 Investimenti, in miliardi di \$, per strategia (Global Sustainable Investment Review, 2012, www.gsi-alliance.org)

La Figura 3.4 mostra che la strategia più usata nel mondo è quella riferibile alla *negative screening* con un ammontare di 8.274 miliardi dollari. Seguono le strategie d'*integration* con 6.176 miliardi di dollari e di *Corporate engagement e shareholder action* con 4.689 miliardi di dollari americani.

A giudicare dalle informazioni raccolte dal *Global Sustainable Investment Alliance* (GSIA) i processi utilizzati dai gestori per la *negative screening*, la *positive screening* e l'*integration* sembrano essere ben definiti e le cifre riportate possono essere ragionevolmente utilizzate per confrontare le attività in tutte le regioni. Anche se vengono ancora riscontrate piccole differenze sul grado di applicazione dei fattori ESG. Ad esempio all'interno della strategia *negative screening* alcuni possono escludere solo i produttori del tabacco, mentre altri utilizzano una quantità superiore di criteri di esclusione, ma il processo risultato comunque ancora paragonabile. Oltre le strategie di *negative screening*, *positive*

⁵⁵ Global Sustainable Investment Alliance, (2012), *2012 Global sustainable investment review*, in www.gsi-alliance.org.

screening e *integration*, tuttavia, i dati diventano meno comparabili. Ad esempio, La *norme-based screening*, che è una strategia in rapida crescita in Europa, non è ampiamente ben identificata nelle altre regioni, ragione per cui quasi tutti questi investimenti sono gestiti in Europa.

Allo stesso modo, anche per la strategia *sustainability themed investing*, tematiche come il cambiamento climatico o l'energia pulita, sono contati o meno in base alla discrezionalità delle varie regioni. Questa differenza spiega perché il 75 per cento degli investimenti *sustainability themed investing* sono gestiti in Europa.

Se guardiamo alla strategia *impact/community investing*, essa può avere connotazioni diverse nei vari mercati e nelle varie regioni. Secondo il Rapporto del GSIA⁵⁶, la strategia *impact/community investing* fa riferimento ad investimenti mirati, assumendo la forma di finanziamento a imprese o enti non-profit con finalità ambientali o sociali. È compreso anche l'investimento nelle comunità, dove il capitale è specificamente indirizzato a individui o comunità tradizionalmente svantaggiate. Secondo i dati riportati nel rapporto, 89 miliardi dollari sono investiti a livello globale in *impact/community investing*. Di questi, 61 miliardi di dollari trovano allocazione negli Stati Uniti in banche, cooperative di credito, fondi per mutui e fondi comuni d'investimento con l'esplicita missione di servire le comunità a basso reddito. I 7 miliardi di dollari riportati in Giappone sono principalmente obbligazioni di impatto sociale e di investimenti nelle comunità. In Europa, circa la metà degli 11 miliardi di dollari in questa categoria sono investimenti riconducibili alla microfinanza (sia nei paesi in via di sviluppo e altrove), mentre il resto è investito in comunità locali o fondi di imprenditoria sociale. In Canada l'*impact/community investing* è un mix di fondi comuni d'investimento, fondi di sviluppo mirati per mutui regionali e fondi di private equity con forte attenzione alle problematiche sociali e ambientali.

Dati in %	Sustainability themed investing	Impact community investing	Positive screening	Norms-based screening	Shareholder action	Integration	Negative screening
Europa	74,9	12,8	36,2	100	53,9	67,2	59,9
Africa	13,6	2,4	0,2	0	0	3,1	0,1
Asia	5,7	8,1	0,7	0	0,8	0,7	0
Australia	4,2	1,8	0,7	0	1,3	2,1	0,1
Canada	1,6	5,8	0,7	0	11,2	7,5	5,6
USA	0	69,1	61,5	0	32,8	19,5	34,1
Totale	100	100	100	100	100	100	100

Tabella 3.1 Dimensioni d'investimento per strategia e continente/macro-regione (Global Sustainable Investment Review, 2012, www.gsi-alliance.org)

Se si guarda al dettaglio per ogni strategia con la Tabella 3.1 si nota che ogni macro-regione ha un diverso orientamento a seconda delle preferenze. La Tabella 3.1 mostra, per ogni strategia, quale percentuale copre ogni macro-regione. La più

⁵⁶ Global Sustainable Investment Alliance, (2012), *2012 Global sustainable investment review*, in www.gsi-alliance.org.

grande strategia in termini di *asset*, la *negative screening*, riflette all'incirca l'equilibrio complessivo dei beni di investimento sostenibili regionali mostrati nella Figura 3.1. La *positive screening* è significativamente più diffusa negli Stati Uniti rispetto alle altre regioni. Il livello globale della *positive screening* ammonta a poco più di 1000 miliardi di dollari, e gli Stati Uniti rappresentano il 61,5 per cento di questa cifra. La strategia *integration* è proporzionalmente più utilizzata come investimento in Europa che negli Stati Uniti, seguita poi dal Canada con il 19,5 per cento. Il *norms-based screening* si trova solo in *asset* europei. Questo perché è una strategia che ha origine nell'Europa settentrionale, ed è ora diffusa in gran parte del resto del continente. In futuro si potrà rivelare se questa strategia potrà estendersi oltre i confini dell'Europa in un volume significativo. I dati riguardanti le strategie *sustainability themed investing* e *impact community investing* come affermato prima possono essere influenzate dalla metodologia utilizzata e sono anche molto piccole in termini assoluti in confronto alle altre strategie (si veda Figura 3.4). Tuttavia, in termini percentuali, è giusto affermare che le attività della *sustainability themed investing* sono più comuni in Europa con il 74,9 per cento, mentre l'*impact community investing* è più concentrata negli Stati Uniti con il 69,1 per cento.

Alla luce dei dati riportati è possibile affermare che la diversità storica e culturale favorisce soluzioni diverse per le stesse sfide. In molti casi, la scelta del tipo di investimento è guidato anche dal quadro giuridico o da considerazioni fiscali di ciascun paese o regione. Questa ricca diversità degli approcci adottati all'interno degli investimenti che incorporano criteri ESG rappresentano un'opportunità per gli operatori del settore per condividere gli uni con gli altri le esperienze d'investimento.

3.2 Il mercato europeo

Si analizza ora il mercato europeo in quanto considerato il maggior e più sviluppato mercato mondiale. L'analisi è suddivisa nelle strategie delineate dall'EUROSIF. Per ogni strategia sono riportati i dati degli investimenti complessivi e suddivisi per paese.

Sustainability themed investments

Questo tipo d'investimento è focalizzato su uno o più temi sostenibili, esempi tipici possono essere le energie rinnovabili, le nuove tecnologie, il cambiamento climatico. Resta comunque il fatto che molte volte tali investimenti sono difficilmente classificabili.

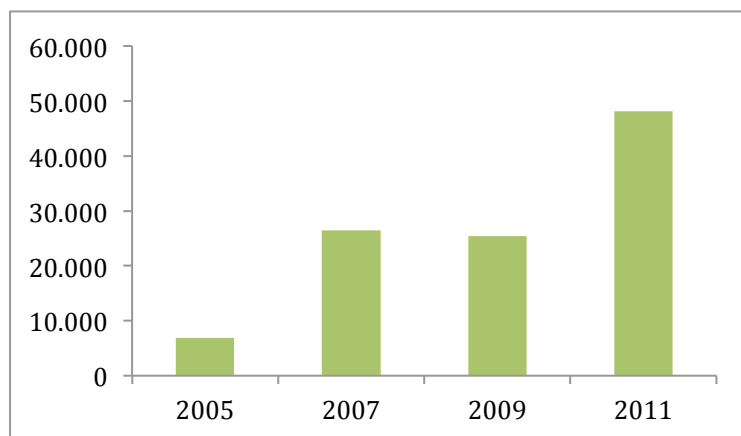


Figura 3.5 Investito, in milioni di €, nella strategia *Sustainability themed investments* (European SRI Study, www.eurosif.org)

Paese	2009 (mln €)	2011 (mln €)	Tasso composto di crescita annua (%)
Austria	129	56	-33,9
Belgio	595	367	-21,5
Danimarca	0	43	nc
Finlandia	0	322	nc
Francia	3.279	623	-56,4
Germania	2.995	4.523	22,9
Italia	987	1.051	3,2
Olanda	3.324	19.914	144,8
Norvegia	0	676	nc
Polonia	0	0	nc
Spagna	0	107	nc
Svezia	0	396	nc
Svizzera	9.508	11.079	7,9
Regno Unito	4.544	8.932	40,2
Europa	25.361	48.090	37,7

Tabella 3.2 Investito nella strategia *Sustainability themed investments* per paese (European SRI Study 2012, www.eurosif.org)

Lo studio condotto da EUROSIF dimostra che, dopo il declino subito nel 2009, gli investimenti sono ancora una volta in aumento. Il mercato ha subito perdite e deflussi di capitale negli ultimi due anni a causa della crisi finanziaria, in particolare sugli investimenti in tecnologie verdi e pulite. Secondo i dati raccolti per EUROSIF, se viene considerato l'aggregato complessivo degli investimenti, la crescita in tema di sostenibilità è dovuta principalmente ai nuovi investimenti istituzionali. I dati dei paesi europei per il 2009 e il 2011, riportati nella Tabella 3.2, dimostrano che la principale crescita in termini assoluti è avvenuta in Olanda. La crescita olandese è dovuta principalmente a un piccolo numero di nuovi investitori istituzionali che hanno spostato le loro risorse dagli investimenti "classici" agli investimenti tematici⁵⁷. Altro significativo incremento si è verificato nel Regno Unito riportando un aumento del 40,2 per cento. Nonostante la loro crescita disomogenea è possibile affermare che ad oggi in tutti i paesi europei sono presenti i *sustainability themed investments*.

⁵⁷ EUROSIF (2012), *European SRI Study 2012*. In www.eurosif.org

Best in class screening

La strategia chiamata *Best in class* comprende tutti i migliori investimenti di società in base ai fattori ESG e dell'analisi finanziaria. La scelta e il peso dei fattori ESG rispetto all'analisi finanziaria varia in base ai gestori dei fondi.

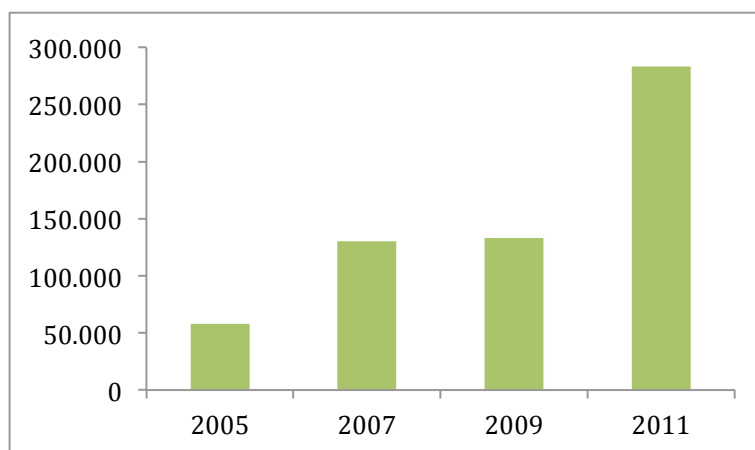


Figura 3.6 Investito, in milioni di €, nella strategia *Best in class screening* (European SRI Study 2012, www.eurosif.org).

Paese	2009 (mln €)	2011 (mln €)	Tasso composto di crescita annua (%)
Austria	1.314	3.009	51,3
Belgio	10.530	7.834	-13,7
Danimarca	3.335	127	-80,5
Finlandia	24.453	24.798	0,7
Francia	49.406	115.309	52,8
Germania	8.586	13.115	23,6
Italia	1.829	3.422	36,8
Olanda	1.046	1.120	3,5
Norvegia	2.093	1.117	-27,0
Polonia	0	13	nc
Spagna	1.100	1.558	19,0
Svezia	8.800	86.134	212,9
Svizzera	13.080	23.093	32,9
Regno Unito	7.383	2.559	-41,1
Europa	132.956	283.206	45,9

Tabella 3.3 Investito nella strategia *Best in class screening* per paese (European SRI Study 2012, www.eurosif.org)

Secondo i dati riportati in Figura 3.6 la crescita degli investimenti *Best in class* in Europa ha conosciuto una crescita molto simile alla categoria *sustainability themed investing*, stagnante negli anni 2007-09, ma poi più che raddoppiata al

2011. La Tabella 3.3 mostra che i principali responsabili di questa crescita sono la Svezia e la Francia. In Svezia, secondo quanto riportato dal rapporto europeo⁵⁸, l'aumento di oltre il 200% non è una tendenza generale, ma è dovuto alla conversione di alcune attività in *Best in class* da parte di alcuni investitori istituzionali. Dalla tabella si nota anche che molti paesi hanno avuto una crescita consistente e abbastanza omogenea, si veda: Italia, Germania, Francia, Austria e Svizzera.

Norms-based screening

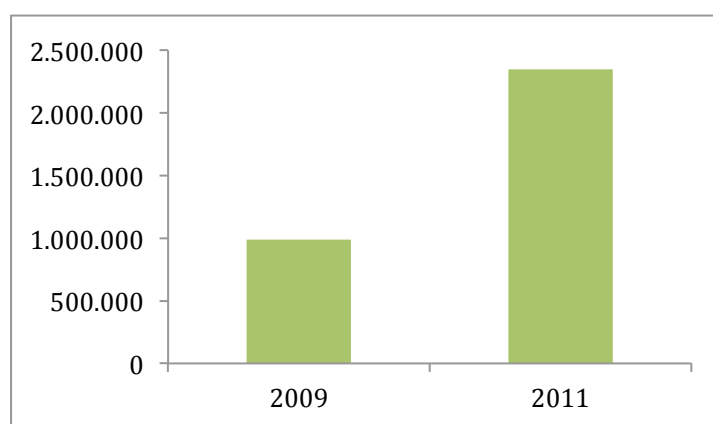


Figura 3.7 Investito, in milioni di €, nella strategia *Norms-based screening* (European SRI Study 2012, www.eurosif.org)

Paese	2009 (mln €)	2011 (mln €)	Tasso composto di crescita annua (%)
Austria	1.465	3.862	62,4
Belgio	23.478	19.744	-8,3
Danimarca	143.917	213.906	-21,9
Finlandia	62.850	62.336	-0,4
Francia	17.256	679.566	527,5
Germania	6.616	11.255	30,4
Italia	2.352	314.248	1056,0
Olanda	125.264	166.359	15,2
Norvegia	372.056	550.843	21,7
Polonia	2	13	151,2
Spagna	755	1.119	21,7
Svezia	214.435	259.346	10,0
Svizzera	0	192	nc
Regno Unito	18.310	63.520	86,3
Europa	988.756	2.346.308	54,0

Tabella 3.4 Investito nella strategia *Norms-based screening* per paese (European SRI Study 2012, www.eurosif.org)

⁵⁸ EUROSIF (2012), *European SRI Study 2012*. In www.eurosif.org

È una strategia relativamente recente che ha le sue origini nei paesi nordici. Da quando è stata misurata come una strategia separata, dal 2009, è stata adottata da parte dei fondi d'investimento in maniera esponenziale. La ragione di questo successo è riscontrabile nel fatto che con questo tipo di strategia è relativamente semplice e imparziale identificare società le cui pratiche sono in contrasto con il comportamento generalmente accettato negli investimenti sostenibili. Per essere classificati in tale strategia, EUROSIF ha selezionato solamente quei fondi che utilizzano un esauriente numero di fattori ESG e norme internazionali. L'evoluzione della *norms-based screening* è illustrata in Figura 3.7.

Mentre questa strategia è comune nei paesi nordici per via della sua origine, l'evidenza mostra che si sta ora diffondendo nell'Europa continentale e nel Regno Unito. La crescita della *norms-based* per paese è riportata nella Tabella 3.4. Le percentuali di crescita sono estremamente elevate in Francia e in Italia, ma secondo l'EUROSIF queste sono dovute principalmente a un numero di investitori istituzionali che hanno dirottato le loro risorse verso questo tipo d'investimento. È possibile affermare che quindi non è detto che in questi due paesi ci sia la tendenza a investire in questa strategia. Mentre negli altri paesi la crescita è più "contenuta" se pur con percentuali che vanno da un minimo del 10 per cento per la Svezia, che comunque in questo mercato è già molto sviluppata, a percentuali che toccano il 150 per cento in Polonia.

Negative exclusionary

Questa è la più ampia strategia di investimento sostenibile e responsabile. La motivazione di tale successo è dovuta al fatto che le esclusioni possono essere applicate a tutti gli *asset* gestiti.

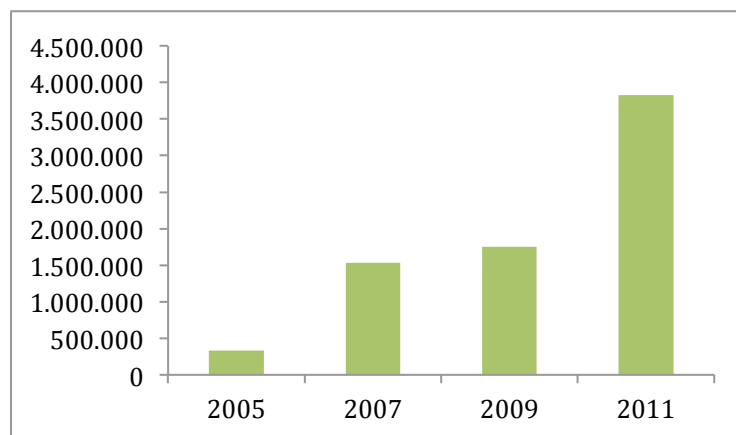


Figura 3.8 investito, in milioni di €, nella strategia *Negative exclusionary* (European SRI Study 2012, www.eurosif.org)

Paese	2009 (mln €)	2011 (mln €)	Tasso composto di crescita annua (%)
Austria	1.336	8.195	147,7
Belgio	125.027	96.736	-12,0
Danimarca	143.951	244.227	30,3
Finlandia	58.695	83.637	19,4
Francia	16.716	15.975	-2,2
Germania	8.893	618.248	733,8
Italia	308.628	446.790	20,3
Olanda	368.975	665.108	34,3
Norvegia	378.059	550.843	20,7
Polonia	1.076	1.174	4,5
Spagna	27.611	56.226	42,7
Svezia	216.052	339.754	25,4
Svizzera	12.107	429.194	495,4
Regno Unito	82.307	273.180	82,2
Europa	1.749.432	3.829.287	47,9

Tabella 3.5 Investito nella strategia *Negative exclusionary* per paese (European SRI Study 2012, www.eurosif.org)

Le tipologie comuni di esclusioni in questa categoria sono le armi, il tabacco, l'alcool, il gioco d'azzardo e le armi nucleari. La Figura 3.8 mostra la crescita per paese dal 2009 al 2011 che evidenzia nel periodo 2007-2009 un lieve incremento a differenza delle altre strategie che hanno subito una battuta d'arresto per via della crisi finanziaria. Nella Tabella 3.5 invece sono rappresentate le percentuali di crescita per paese e come nel caso della strategia precedente, la crescita in Germania, Svizzera e Olanda è guidata da un piccolo numero di investitori istituzionali che hanno adottato tale strategia in tutte le loro attività. Secondo i dati diffusi⁵⁹ dall'EFAMA il *negative screening* copre il 27,7% del patrimonio investito nell'Europa, questo a significare quanto importanza viene data a tale strategia.

Integration

Il processo d'integrazione dei fattori ESG nell'analisi finanziaria ha ricevuto molta attenzione negli ultimi anni, soprattutto con il lancio dei Principi degli investimenti Responsabili delle Nazioni Unite. Con il 2009, secondo i dati riportati in Figura 3.9, gli investimenti di questa strategia sono cresciuti più del doppio rispetto al biennio precedente. La particolarità di questa crescita è da ricondursi all'adozione dei principi delle Nazioni Unite da parte della maggioranza dei fondi d'investimento. Per questa strategia permangono ancora dubbi sulla sua effettiva sostenibilità poiché è difficile valutare l'impatto che i criteri d'integrazioni hanno sull'investimento. Nella Tabella 3.6 si nota che la crescita per singolo paese è molto contrastata. Alcuni paesi come la Spagna hanno

⁵⁹ www.efama.org

avuto incrementi dell'80 per cento mentre altri paesi come Svezia e Danimarca hanno avuto decrementi maggiori del 30 per cento.

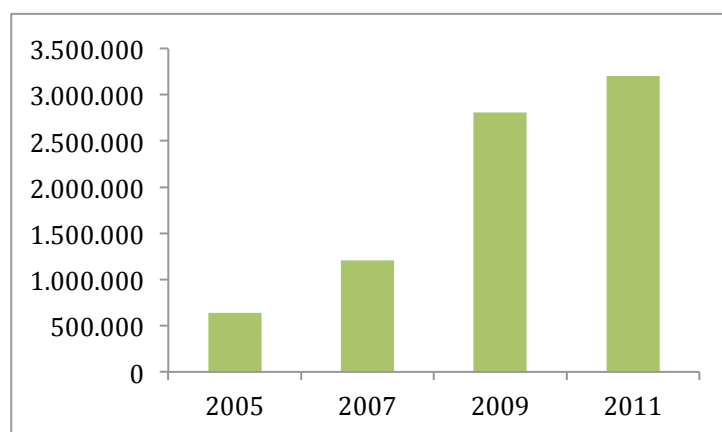


Figura 3.9 Investito, in milioni di €, nella strategia *Integration* (European SRI Study 2012, www.eurosif.org)

Paese	2009 (mln €)	2011 (mln €)	Tasso composto di crescita annua (%)
Austria	0	108	nc
Belgio	47.275	13.830	-45,9
Danimarca	83.583	40.027	-30,8
Finlandia	24.963	20.715	-8,9
Francia	1.800.000	1.804.781	0,1
Germania	0	11.424	nc
Italia	317	446	18,5
Olanda	274.385	542.156	40,6
Norvegia	32.400	23.206	-15,4
Polonia	0	13	nc
Spagna	2.086	7.302	87,1
Svezia	83.512	34.897	-35,4
Svizzera	0	7.509	nc
Regno Unito	461.985	697.692	22,9
Europa	2.810.506	3.204.107	6,8

Tabella 3.6 Investito nella strategia *Integration* per paese (European SRI Study 2012, www.eurosif.org)

Engagement e shareholder action

Questa strategia, parte importante degli investimenti responsabili, ha ricevuto molta attenzione al come gli azionisti possono utilizzare il loro potere per influenzare la gestione nella società. Anche se la *shareholder action* non è nuova, ha una vocazione più preponderante negli Stati Uniti, in parte per ragioni culturali e in parte per differenze legislative. In effetti, in alcuni paesi d'Europa tale strategia è inesistente, si veda Polonia e Francia.

Tuttavia, i dati in Figura 3.10 mostrano un incremento stabile negli anni. Da considerare particolarmente significativi i dati dal 2007 al 2009 che mostrano, nonostante la crisi, cifre incrementali. Il motivo può essere ricondotto ai gravi scandali finanziari verificatisi che hanno creato una maggior consapevolezza e attenzione negli investitori. Infatti, tale investimento è utilizzato soprattutto nella fase di controllo del portafoglio. I dati della Tabella 3.7 mostrano un significativo incremento in Italia e più lieve in Danimarca e Spagna. Gli altri paesi hanno invece avuto una crescita abbastanza sostenuta con alcuni paesi che hanno subito un decremento, il più significativo è quello della Norvegia con un -46 per cento.

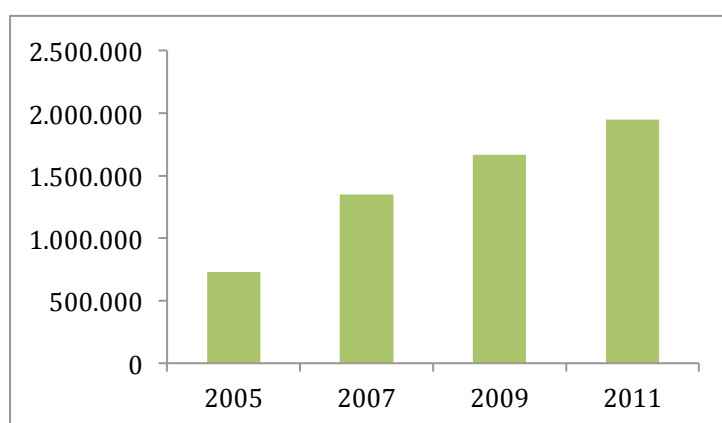


Figura 3.10 Investito, in milioni di €, nella strategia *Engagement e shareholder action* (European SRI Study 2012, www.eurosif.org)

Paese	2009 (mln €)	2011 (mln €)	Tasso composto di crescita annua (%)
Austria	963	1.191	11,2
Belgio	20.371	19.586	-1,9
Danimarca	41.792	187.718	111,9
Finlandia	31.551	44.870	19,4
Francia	0	0	nc
Germania	9.190	7.927	-7,1
Italia	317	18.531	664,1
Olanda	307.487	472.019	23,9
Norvegia	195.200	55.652	-46,6
Polonia	0	0	nc
Spagna	3.112	11.094	88,8
Svezia	118.760	137.660	7,7
Svizzera	3.461	4.946	19,5
Regno Unito	936.269	989.211	2,8
Europa	1.668.473	1.950.406	8,1

Tabella 3.7 Investito nella strategia *Engagement e shareholder action* per paese (European SRI Study 2012, www.eurosif.org)

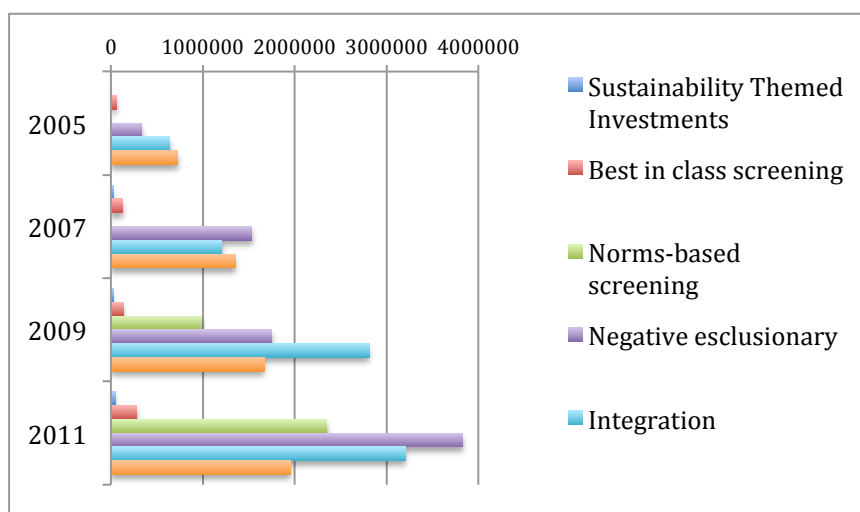


Figura 3.11 Capitale investito, in milioni di €, nelle diverse strategie. (European SRI Study 2012, www.eurosif.org)

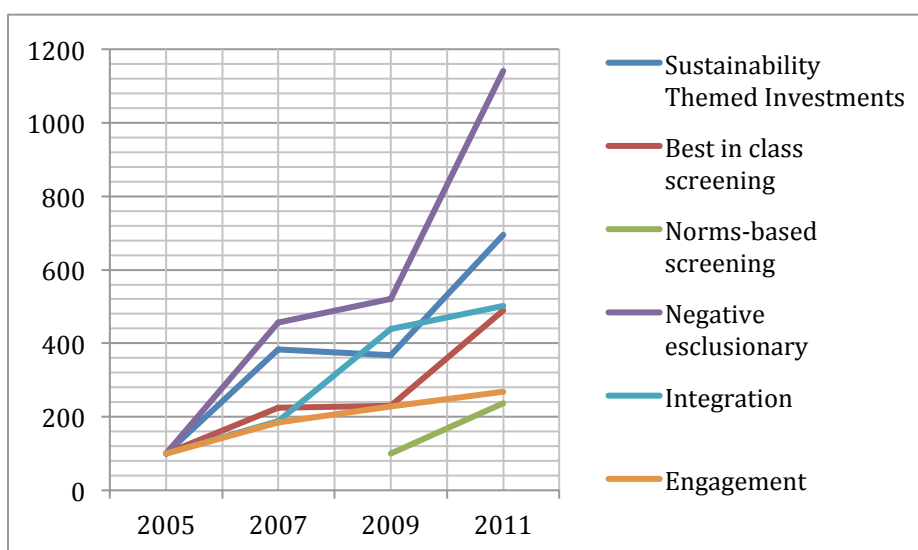


Figura 3.12 Andamento delle strategie dal 2005 al 2011, 2005 = 100. (European SRI Study 2012, www.eurosif.org)

La Figura 3.11 e la Figura 3.12 ci danno una visione d'insieme di come gli investimenti sostenibili sono cresciuti negli anni che vanno dal 2005 al 2011. È possibile osservare che la strategia con la più alta crescita è stata la *Negative Esclusionary*, crescita accelerata nell'ultimo biennio. Tale strategia risulta essere anche quella con il maggior capitale investito insieme, anche se su valori più bassi, alla strategia *Integration*.

4. Gli indici di mercato

Con lo sviluppo degli investimenti sostenibili si è assistito alla nascita e alla proliferazione di indici azionari di borsa che raggruppano imprese con particolari caratteristiche ESG. Gli indici sono stati creati per rispondere a una triplice esigenza⁶⁰. In primo luogo figurano come strumenti utili agli investitori istituzionali come benchmark per i panieri di titoli che gestiscono nei loro portafogli. Secondariamente, data la molteplicità di criteri utilizzati per la definizione di investimento sostenibile sia in termini qualitativi che quantitativi, gli indici forniscono, ai gestori che non intendono accedere a informazioni dettagliate sui fattori ESG delle società quotate, un filtro ai requisiti comunemente accettati. Per ultimo, gli indici ricoprono una valenza informativa in quanto danno una certa riconoscibilità agli investimenti sostenibili che ad oggi sono ancora poco conosciuti.

4.1 MSCI

La Morgan Stanley Capital International(MSCI)⁶¹ dal 1970 realizza una serie di indici, soprattutto di carattere azionario, utilizzati comunemente come benchmark da parte di circa 200 organizzazioni in tutto il mondo. Tra questi indici compaiono anche quelli sostenibili. Gli MSCI ESG sono una famiglia di indici globali progettati per identificare le imprese che hanno un elevato orientamento ambientale, sociale e di *governance* (ESG). Punto di partenza per la creazione è l'indice MSCI Global Investable Market Indices, nel quale sono presenti la maggior parte delle imprese con un'elevata capitalizzazione, quelle imprese che quando hanno un livello di rating pari a "B" sono candidate a essere inserite nei MSCI ESG secondo una specifica valutazione illustrata di seguito⁶².

Come primo passo, prima di procedere all'analisi, viene stilata un'elencazione di 34 indicatori ambientali, sociali e di *governance* così elencati:

- **Ambiente.** Emissioni GHG, emissioni tossiche, opportunità di utilizzare energie rinnovabili, opportunità di utilizzare tecnologie pulite⁶³.
- **Sociale.** Salute e sicurezza sul posto di lavoro, accesso ai finanziamenti, sviluppo del capitale umano, rispetto dei diritti umani.
- **Governance.** Corruzione, instabilità del sistema finanziario, pratiche anticompetitive, Gestione societaria, business etici e frodi.

La valutazione delle società avviene attraverso un processo analitico suddiviso in 3 step. Al primo step vengono selezionati dalla lista dei 34 indicatori ESG da 4 a 6 indicatori che più rispecchiano le problematiche di settore della società sotto esame. Nel secondo step, per ogni società, viene calcolato il peso dell'esposizione sugli indicatori scelti cosicché sia possibile analizzare successivamente quali

⁶⁰ Dal Maso D. e Bartolomeo M., (2001), *Finanza e sviluppo sostenibile*, Il Sole 24 Ore, Milano, p. 87

⁶¹ www.msci.com

⁶² MSCI, (2012), *MSCI Global ESG Indices, Index Methodology*, in www.msci.com

⁶³ MSCI (2013), *MSCI ESG Intangible Value Assessment*, in www.msci.com

misure sono state messe in pratica per gestire i rischi o le opportunità riscontrate. Nell'ultimo step la società viene comparata con le altre società dello stesso settore. Si arriva così all'assegnazione di una valutazione finale sintetizzabile in un punteggio, compreso all'interno di una scala composta da nove punti, "AAA" per il punteggio massimo fino a "C" per il punteggio peggiore. Le società che ottengono una valutazione pari o inferiore a "CCC" vengo escluse dall'indice. Questa prassi è svolta regolarmente durante l'anno, cosicché se qualche società peggiora il suo rating viene eliminata e sostituita con un'altra che ha migliorato la propria reputazione⁶⁴.

L'indice dal quale viene fatta la valutazione delle imprese da inserire nel MSCI Europe ESG è l'MSCI EUROPE index, nel quale sono raccolte le società a media e alta capitalizzazione rappresentanti di 15 paesi sviluppati europei. L'indice copre circa l'85 per cento della capitalizzazione di mercato dell'azionariato europeo⁶⁵. Nella Tabella 4.1 e Tabella 4.2 vengono rappresentate le 10 società che hanno il maggior peso all'interno dei rispettivi indici. È possibile osservare che 5 società su 10 dell'indice MSCI Europe sono presenti anche nell'indice sostenibile con un peso percentuale più alto.

Società	Paese	Settore	Peso %	Cumulate
HSBC Holding	Regno Unito	Finanziario	5,28	5,28
Roche Holding	Svizzera	Farmaceutico	4,28	9,56
Novartis	Svizzera	Farmaceutico	4,50	14,06
Vodafone Group	Regno Unito	Telecomunicazioni	3,85	17,91
Glaxosmithkline	Svizzera	Farmaceutico	3,39	21,30
BASF	Germania	Chimico	2,26	23,56
SAP Stamm	Germania	IT	1,86	25,42
Allianz	Germania	Finanziario	1,84	27,26
Unilever	Olanda	Beni di consumo	1,77	29,03
Novo Nordisk	Danimarca	Farmaceutico	1,75	30,78
		Totale	30,78	

Tabella 4.1 Prime 10 società del MSCI Europe ESG Index. (www.msci.com)

Società	Paese	Settore	Peso %	Cumulate
Nestle	Svizzera	Beni di consumo	2,92	2,92
HSBC Holding	Svizzera	Finanziario	2,64	5,56
Roche Holding	Svizzera	Farmaceutico	2,41	7,97
Novartis	Svizzera	Farmaceutico	2,26	10,23
Vodafone Group	Regno Unito	Telecomunicazioni	1,93	12,16
BP	Regno Unito	Energia	1,83	13,99
Sanofi	Francia	Farmaceutico	1,71	15,70
Glaxosmithkline	Svizzera	Farmaceutico	1,70	17,40
Royal Dutch Shell A	Regno Unito	Energia	1,66	19,06
Total	Francia	Energia	1,44	20,50
		Totale	20,50	

Tabella 4.2 Prime 10 società del MSCI Europe Index. (www.msci.com)

⁶⁴ MSCI (2013), *MSCI ESG Intangible Value Assessment*, in www.msci.com

⁶⁵ MSCI Europe Index, in www.msci.com

4.2 DOW JONES

I Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)⁶⁶, fondati nel 1999, sono una famiglia di indici che si prefiggono di diventare punti di riferimento per gli investimenti sostenibili. Sono nati grazie a una collaborazione tra S&P, Dow Jones e RobecoSAM. Il Dow Jones Sustainability index monitora il rendimento delle più grandi aziende dei paesi sviluppati che incorporano nella loro gestione i criteri ambientali e sociali. La valutazione di queste aziende viene fatta dalla RobecoSam⁶⁷, una società d'investimento con sede a Zurigo specializzata nella sostenibilità. Lo strumento utilizzato per la valutazione è chiamato *Corporate Sustainability Assessment* (CSA).

Nei Dow Jones Sustainability Indices, vengono presi in esame l'indice Dow Jones Sustainability Europe index che replica le performance del 20 per cento delle società con le migliori caratteristiche sostenibili nell'universo delle 600 più grandi società europee. E il Dow Jones Sustainability World index che replica le performance del 10 per cento delle più grandi società a livello mondiale presenti nel Dow Jones Global Total Stock Market Index⁶⁸.

Gli indici Dow Jones Sustainability utilizzano un approccio *best in class*⁶⁹ per scegliere, da ogni settore, le migliori società sostenibili sulla base di criteri sviluppati nel *Corporate Sustainability Assessment*. Per il Dow Jones l'approccio *best in class*, significa che:

- Nessun settore è escluso dagli indici, poiché le imprese più sostenibili in ogni settore sono selezionate per farne parte;
- Le imprese ricevono un punteggio totale di sostenibilità tra 0 – 100;
- Solo il 20% delle imprese di ogni settore, in base al loro punteggio di sostenibilità, sono incluse nei Dow Jones Sustainability Indices.

Alla luce di ciò, le imprese che verranno incluse negli indici dovranno continuamente intensificare le loro iniziative di sostenibilità per rimanervi. Per comprendere al meglio come vengono assegnati i punteggi e chi può entrare negli indici, viene approfondito l'approccio utilizzato dalla RobecoSAM.

Il *Corporate Sustainability Assessment* della RobecoSAM, costituisce la spina dorsale nella valutazione delle imprese candidate ad entrare negli indici sostenibili. Primo passo è definire il concetto di sostenibilità che sta alla base dell'intera valutazione. Essa è definita come la capacità di un'impresa di prosperare in un mercato globale ipercompetitivo e mutevole. Dove al suo interno, l'impresa riesce ad anticipare le opportunità che le condizioni economiche attuali e future offrono, grazie alle sfide ambientali e sociali che vengono lanciate

⁶⁶ www.sustainability-indices.com

⁶⁷ www.robecosam.com

⁶⁸ UBS, (2001), *Sustainability Investment*, in www.ubswarburg.com

⁶⁹ Si veda capitolo 2 paragrafo 2.2.

dall'ambiente esterno.⁷⁰ La definizione di sostenibilità è punto di partenza per catturare i criteri specifici di settore che coprono le dimensioni economiche, sociali e ambientali. Ciascuna dimensione è il risultato di una ponderazione di alcuni criteri che sono stati definiti in base a questionari rivolti alle imprese candidate. Il *Corporate Sustainability Assessment* utilizza come base iniziale per la valutazione un questionario di circa 80-120 domande, a seconda del settore, rivolto all'impresa candidata. Ogni domanda ha un peso diverso e le informazioni fornite nel questionario sono successivamente verificate mediante un controllo incrociato con la documentazione di supporto fornita dall'impresa. Inoltre, per garantire la qualità e l'obiettività del questionario, una terza parte indipendente effettua un controllo esterno del processo di valutazione. Le risposte così ottenute portano a un punteggio che servirà a definire il peso dei criteri scelti per valutare l'impresa. La molteplicità degli indicatori esistenti vengono poi ricondotti alle tre dimensioni sostenibili: economica, sociale e ambientale. Ognuna di queste dimensioni ha un peso diverso la cui somma è 100, massimo punteggio ottenibile. La dimensione economica pesa per il 27 per cento, la dimensione sociale pesa per il 35 per cento mentre la dimensione ambientale pesa per il 38 per cento. Il punteggio finale così ottenuto viene utilizzato per classificare la società nel suo gruppo di appartenenza che RobecoSAM ha individuato in 19 macrosettori suddivisibili in 58 settori⁷¹. Il DJ Europe Total Stock Market (DJ Europe), è l'indice dal quale i titoli vengono selezionati ed è rappresentato da società le cui azioni sono scambiate nei mercati di 35 paesi europei. Fanno parte dell'indice 1820 società suddivise tra alta, media e bassa capitalizzazione. Nella Tabella 4.3 sono rappresentate le 10 società che rivestono nell'indice DJ Sustainability Index il peso maggiore⁷².

Società	Paese	Settore	Peso %	Cumulate
Nestle	Svizzera	Beni di consumo	5,99	5,99
Novartis	Svizzera	Farmaceutico	5,23	11,22
Roche Holding	Svizzera	Farmaceutico	4,57	15,79
Total	Francia	Energia	3,10	18,89
British American Tobacco	Regno Unito	Beni di consumo	2,80	21,69
Bayer	Germania	Chimico	2,24	23,93
BASF	Germania	Chimico	2,23	26,16
Siemens	Germania	Industriale	2,18	28,34
Banco Santander	Spagna	Finanziario	2,05	30,39
Novo Nordisk	Danimarca	Farmaceutico	1,99	32,28
		Totale	32,38	

Tabella 4.3 Prime 10 società del Dow Jones Sustainability Europe Index (S&P Dow Jones Indices LLC www.dowjones.com)

⁷⁰ RobecoSAM, (2013) *Dow Jones Sustainability World Index Guide*.

⁷¹ Per approfondimenti sui settori si veda RobecoSAM, (2013) *Dow Jones Sustainability World Index Guide* in www.sustainability-indices.com

⁷² www.djindexes.com/literature/

4.3 FTSE

Gli FTSE4GOOD indices sono una serie di indici che raggruppano società considerate investimenti etici. Gli indici sono stati proposti nel 2001 dal FTSE Group, società britannica che realizza indici azionari⁷³. Per la costituzione dei FTSE4GOOD indices l'agenzia lavora in associazione con EIRIS⁷⁴, un'organizzazione britannica non-profit che promuove gli investimenti sostenibili e responsabili elaborando ricerche periodiche utilizzate da molti fondi d'investimento.

Il processo di selezione delle imprese parte con una serie di azioni da parte della commissione incaricata dal FTSE Group. Alle imprese candidate vengono posti dei questionari, vengono analizzati i report annuali e viene analizzato il sito internet. Tutti questi dati raccolti passano all'organizzazione EIRIS che attraverso degli indicatori analizzerà il grado di sostenibilità dell'impresa. Le valutazioni tornano poi alla commissione del FTSE Group che provvederà a inserire nei suoi indici solo le imprese con una valutazione positiva.

I criteri utilizzati nella valutazione sono quattro: ambientale, lavoro nella *supply chain*, contrasto alla corruzione, cambiamento climatico. Per ognuno di questi criteri viene analizzata la politica aziendale, i comportamenti dei manager e come sono formulati i report aziendali. All'interno del criterio ambientale le imprese sono classificate in tre settori. Settore ad alto impatto, a medio impatto e a basso impatto. Le imprese che fanno parte del settore ad alto impatto sono sottoposte a criteri più stringenti delle altre. Ad esempio per loro è necessario redigere annualmente il bilancio sostenibile e avere una commissione incaricata per valutare gli impatti ambientali⁷⁵. Per quanto riguarda invece la valutazione del processo di produzione nella *supply chain*, le imprese sono suddivise in due categorie, nella prima fanno parte quelle che gestiscono risorse naturali (petrolio, gas) e nell'altra figurano tutte le altre imprese. La distinzione viene fatta perché generalmente le imprese petrolifere hanno un impatto più elevato sulle politiche sociali in quando lavorano soprattutto in paesi in via di sviluppo dove i controlli sono limitati e le leggi poco efficienti. In questa categoria vengono valutate le condizioni di lavoro dei dipendenti e dei fornitori, viene analizzato se esistono sindacati in difesa dei lavoratori e viene constatato se vengono sfruttati bambini in violazione dei diritti dell'uomo. Terzo criterio di valutazione è il contrasto alla corruzione. Tale pratica viene definita dalla commissione giudicante come l'offerta o la ricezione di doni, prestiti, premi o altro vantaggio verso una qualsiasi persona per fare qualcosa ritenuto disonesto, illegale o che può portare ad un vantaggio non meritato negli affari della società⁷⁶. Per valutare se le imprese incorrono in questa pratica la commissione analizza quali contratti pubblici l'impresa si è aggiudicata e con quale paese, in più considera in quale settore opera. Ultimo criterio di analisi sono le azioni che possono portare le imprese a

⁷³ www.ftse.com

⁷⁴ www.eiris.org

⁷⁵ FTSE Group, (2012), *FTSE4GOOD Index Series Inclusion Criteria*, in www.ftse.com

⁷⁶ FTSE Group, (2012), *FTSE4GOOD Index Series Inclusion Criteria*, in www.ftse.com

peggiore il cambiamento climatico in corso. Viene analizzato quante emissioni di anidride carbonica immettono nell'ambiente attraverso le loro attività tipiche e viene poi analizzato il processo di lavorazione delle materie prime per constatare se gli scarti di produzione vengono riciclati. La somma di tutti questi criteri porta alla valutazione sullo stato di sostenibilità dell'impresa candidata. Il report completato per ogni impresa viene trasmesso alla commissione del FTSE Group incaricata, a cui spetta la decisione se inserire l'impresa nell'indice. Come negli altri indici visti in precedenza, anche in questo, le società che vengono selezionate possono, se peggiorano le loro condizioni, essere eliminate o sostituite con altre. In tabella 4.4 e Tabella 4.5 vengono riportate le società con il maggior peso nei rispettivi indici FTSE4GOOD Europe Index e FTSE Europe Index.

Società	Paese	Settore	Peso %	Cumulate
Nestle	Svizzera	Beni di consumo	3,70	3,7
HSBC Holding	Regno Unito	Finanziario	3,59	7,29
Roche Holding	Svizzera	Farmaceutico	2,93	10,22
Novartis	Svizzera	Farmaceutico	2,84	13,06
Vodafone	Regno Unito	Telecomunicazioni	2,48	15,54
Total	Francia	Petroliero	1,39	16,93
		Totale	16,93	

Tabella 4.4 Prime 5 società del FTSE4GOOD Europe Index (www.ftse.com)

Società	Paese	Settore	Peso %	Cumulate
Nestle	Svizzera	Beni di consumo	2,79	2,79
HSBC Holding	Regno Unito	Finanziario	2,71	5,50
Roche Holding	Svizzera	Farmaceutico	2,21	7,71
Novartis	Svizzera	Farmaceutico	2,14	9,85
Vodafone	Regno Unito	Telecomunicazioni	1,87	11,72
BP	Regno Unito	Petroliero	1,68	13,40
Royal Dutch Shell	Regno Unito	Petroliero	1,65	15,05
GlaxoSmithKline	Regno Unito	Farmaceutico	1,61	16,66
Sanofi	Francia	Farmaceutico	1,55	18,21
Total	Francia	Petroliero	1,39	19,60
		Totale	19,60	

Tabella 4.5 Prime 10 società del FTSE Europe Index (www.ftse.com)

5. Analisi degli indici

5.1 Quotazioni e rendimenti

Il Figura 5.1 mostra la comparazione delle quotazioni dell'indice MSCI Europe e l'indice MSCI Europe ESG. È possibile osservare che l'andamento è molto simile sia nei momenti di congiuntura negativa che nei momenti rialzisti. Interessante è l'ultimo periodo dove l'indice sostenibile ha avuto un aumento maggiore. La Figura 5.2 mette in evidenza i rendimenti dei rispettivi indici.

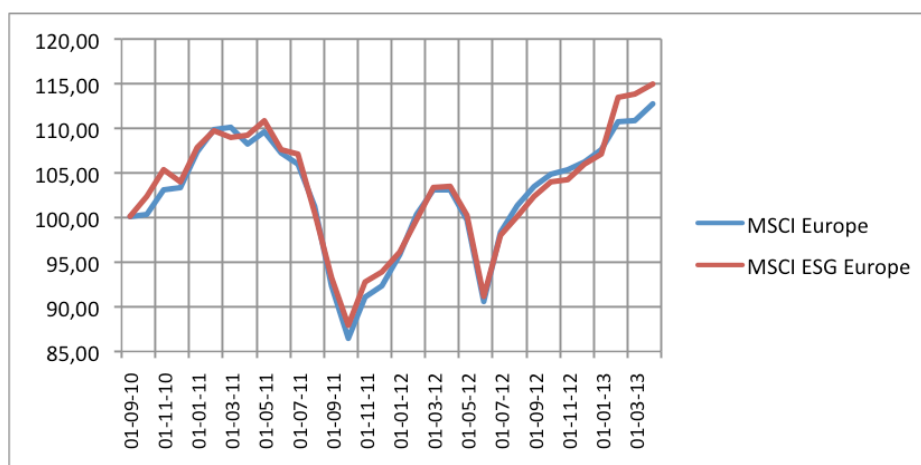


Figura 5.1 Quotazioni, in euro, degli indici MSCI Europe ESG e MSCI Europe, 01/09/10 = 100 (Elaborazioni su dati Thomson Datastream)

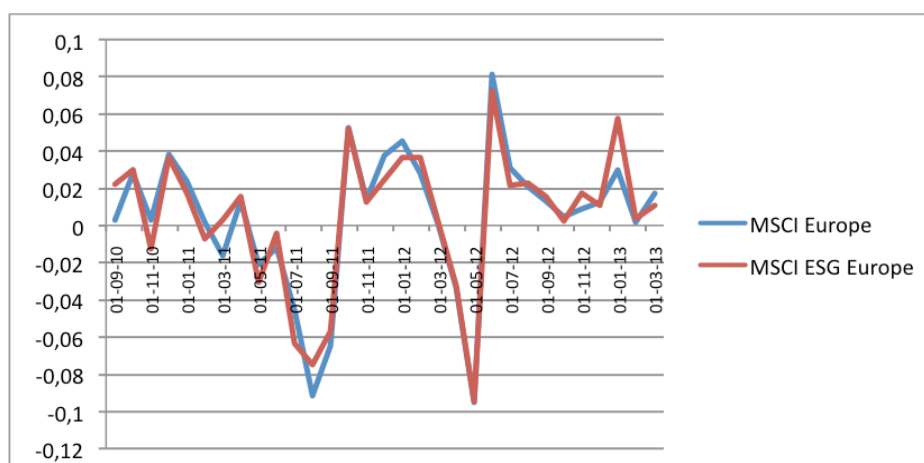


Figura 5.2 Tassi di rendimento mensile degli indici MSCI Europe ESG e MSCI Europe dal 01/09/10 al 01/04/13 (Elaborazioni su dati Thomson Datastream)

Il Figura 5.3 mostra la comparazione delle quotazioni dell'indice FTSE Europe e l'indice FTSE4GOOD Europe.

È possibile osservare che a differenza di quanto in Figura 5.1 le quotazioni dell'indice sostenibile sono migliori nell'ultimo periodo dopo la congiuntura del giugno 2012. Si nota anche un aumento maggiore con un andamento più stabile nell'ultimo periodo dell'indice sostenibile.

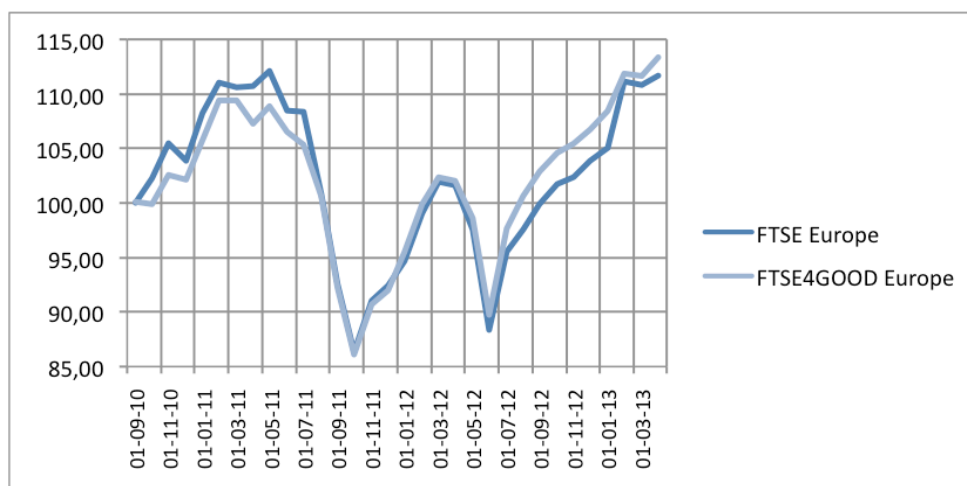


Figura 5.3 Quotazioni, in euro, degli indici FTSE Europe e FTSE4GOOD Europe, 01/09/10 = 100 (Elaborazioni su dati Thomson Datastream)

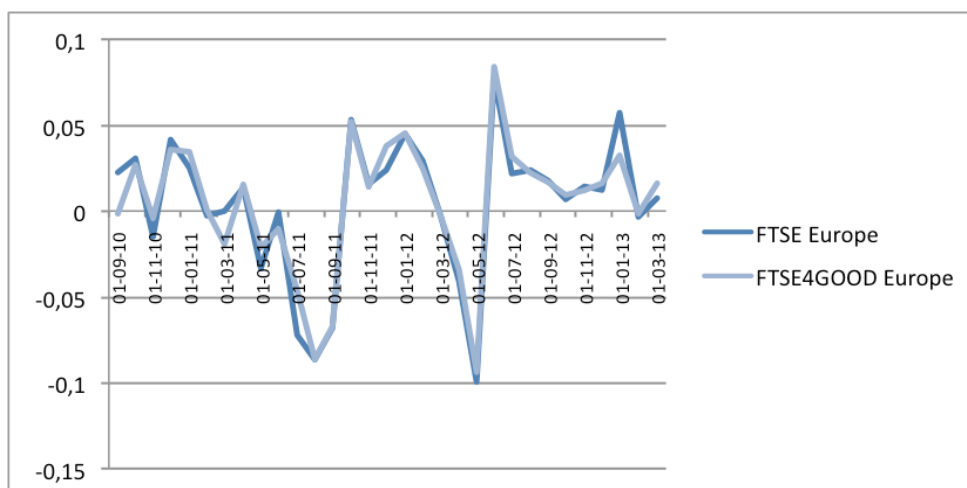


Figura 5.4 Tassi di rendimento mensile degli indici FTSE Europe e FTSE4GOOD Europe dal 01/09/10 al 01/04/13 (Elaborazioni su dati Thomson Datastream)

La Figura 5.5 rappresenta le quotazioni dell'indice Dow Jones Europe e l'indice DJSI Europe. A differenza degli altri, in Figura 5.7 le quotazioni dell'indice non sostenibile sono sempre più alte dell'indice sostenibile anche se l'andamento dell'indice sostenibile mostra minor volatilità. In Figura 5.6 è evidente come i rendimenti dell'indice DJ Europe siano più alti rispetto al corrispondente indice sostenibile.

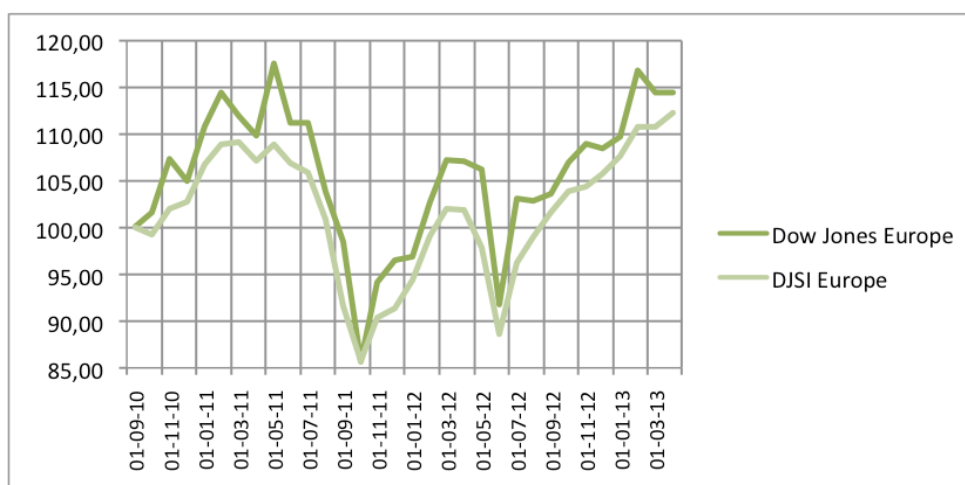


Figura 5.5 Quotazioni, in euro, degli indici Dow Jones Europe e DJSI Europe, 01/09/10 = 100 (Elaborazioni su dati Thomson Datastream)

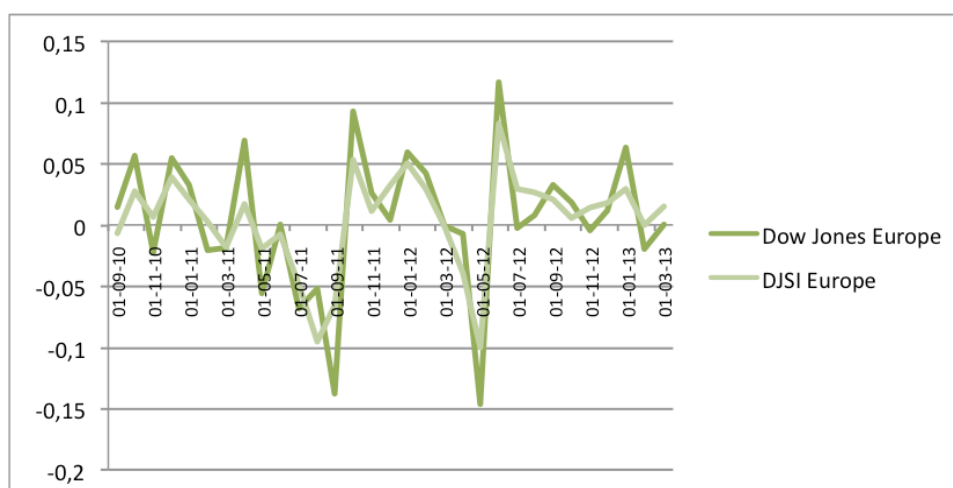


Figura 5.6 Tassi di rendimento mensile degli indici Dow Jones Europe e DJSI Europe dal 01/09/10 al 01/04/13 (Elaborazioni su dati Thomson Datastream)

Figura 5.7 e Figura 5.8 comparano i tre indici sostenibili con le quotazioni e i rendimenti evidenziando come l'indice DJSI Europe e il FTSE4GOOD Europe abbiano un andamento molto simile mentre l'indice che si discosta di più è l'MSCI Europe ESG.

Partendo dalle quotazioni dei sei indici è possibile determinare una serie di statistiche descrittive. La dimensione del campione di rendimenti è pari a 30, corrispondente ai mesi che vanno da settembre 2010 fino ad aprile dell'anno 2013. La dimensione campionaria risulta limitata a causa dell'indice MSCI Europe ESG che è stato pubblicato tre anni fa, perciò, per poter comparare gli indici si è dovuto iniziare anche con gli altri indici dalla medesima data.



Figura 5.7 Quotazioni, in euro, degli indici MSCI Europe ESG, DJSI Europe, FTSE4GOOD Europe, 01/09/10 = 100 (Elaborazioni su dati Thomson Datastream)

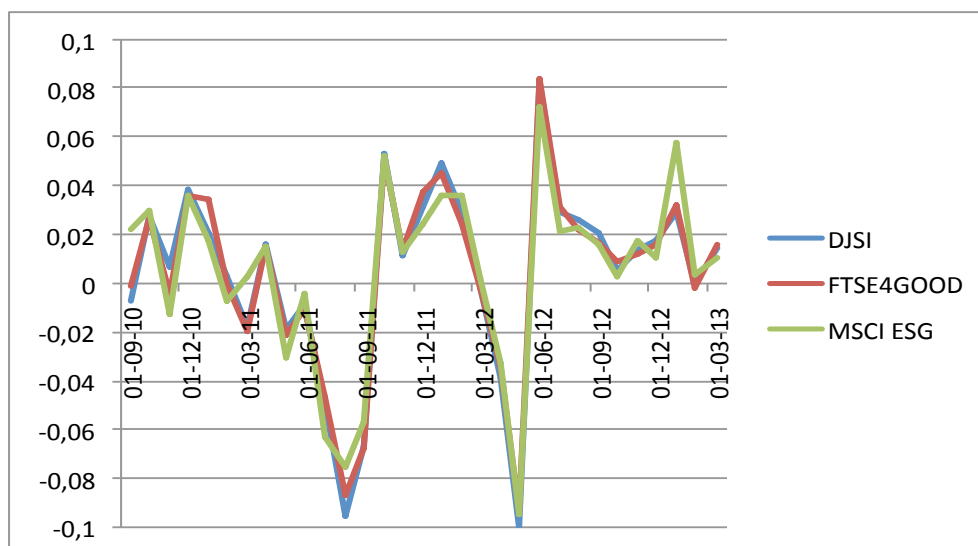


Figura 5.8 Tassi di rendimento mensile degli indici MSCI Europe ESG, DJSI Europe, FTSE4GOOD Europe dal 01/09/10 al 01/04/13 (Elaborazioni su dati Thomson Datastream)

Se guardiamo al solo rendimento mensile degli indici sostenibili si ha che il rendimento maggiore è dato dall'indice MSCI Europe ESG (0,0045). Mentre se guardiamo al rendimento dei soli indici non sostenibili il rendimento maggiore è dato dal DJ Europe (0,0042). A livello assoluto invece è l'indice sostenibile MSCI Europe ESG l'indice con la maggior performance. La Tabella 5.1 riporta anche la variazione campionaria e la deviazione standard, nella quale i valori dei vari indici risultano piuttosto stabili. Lo scarto quadratico medio dell'indice MSCI Europe ESG è 0,0379 che corrisponde al valore più basso e risulta perciò l'indice con la più bassa volatilità; il più volatile è l'indice non sostenibile DJ Europe con un valore pari a 0,0641. Analizzando l'errore standard, l'indice maggiormente oscillante è l'indice DJSI Europe con un valore di 0,0092.

Indice	FTSE Europe	MSCI Europe	DJ Europe	FTSE4GOOD	MSCI ESG	DJSI
Osservazioni	30	30	30	30	30	30
Media	0,0035	0,0038	0,0042	0,0040	0,0045	0,0037
Massimo	0,0776	0,0813	0,1165	0,0840	0,0725	0,0827
Minimo	-0,0995	-0,0951	-0,1463	-0,0938	-0,0946	0,1000
Intervallo	0,1772	0,1764	0,2629	0,1779	0,1672	0,1827
Varianza	0,0017	0,0015	0,0041	0,0015	0,0014	0,0016
σ	0,0413	0,0387	0,0641	0,0389	0,0379	0,0402
SE	0,0086	0,0071	0,0082	0,0089	0,0010	0,0092
Mediana	0,0133	0,0122	0,0040	0,0135	0,0122	0,0133
Curtosi	0,7806	1,3951	1,4650	1,0998	0,9166	1,4190
Asimmetria	-0,9532	-0,9701	-0,7799	-0,8623	0,9166	-1,015

Tabella 5.1 Statistiche descrittive delle serie storiche dei rendimenti mensili degli indici sostenibili e non sostenibili dal 01/09/10 al 01/04/13 (Thomson Datastream)

Il coefficiente di curtosi (γ_2) ha come valori estremi DJ Europe (1,4650) e FTSE Europe (0,7806). Tutti i valori degli indici sono comunque maggiori di zero, quindi tutte le distribuzioni sono leptocurtiche.

L'indice di simmetria/asimmetria mostra che l'unico positivo è riscontrabile nell'indice MSCI Europe ESG con un valore pari a 0,9166 a rappresentare che è la distribuzione con la maggior asimmetria su valori positivi. Caso opposto è il DJSI Europe (-1,014614), la cui distribuzione è fortemente asimmetrica su valori negativi.

L'analisi delle correlazioni lineari fra i rendimenti degli indici degli ISR europei è descritta nella Tabella 5.2, mentre quelle fra gli indici generali europei è in Tabella 5.3..

	DJSI Europe	MSCI Europe ESG	FTSE4GOOD Europe
DJSI Europe	1,00	0,96	0,99
MSCI Europe ESG	-----	1,00	0,96
FTSE4GOOD Europe	-----	-----	1,00

Tabella 5.2 Matrice delle correlazioni lineari fra i rendimenti degli indici azionari sostenibili europei (Elaborazioni su dati mensili dal 1/9/2010 al 1/4/2013, Thomson Datastream).

	DJ Europe	MSCI Europe	FTSE Europe
DJ Europe	1,00	0,88	0,91
MSCI Europe	-----	1,00	0,97
FTSE Europe	-----	-----	1,00

Tabella 5.3 Matrice delle correlazioni lineari fra i rendimenti degli indici azionari europei (Elaborazioni su dati mensili dal 1/9/2010 al 1/4/2013, Thomson Datastream)

In entrambe le tabelle si nota un'elevatissima correlazione positiva, soprattutto fra gli indici ISR. Fra gli indici sostenibili la maggior correlazione positiva risulta essere quella tra l'indice DJSI Europe e il FTSE4GOOD Europe con un valore pari a 0,99. Questo è un risultato atteso visto che i due indici hanno in comune 4 titoli che rappresentano una quota rilevante della rispettiva capitalizzazione (vedasi quanto in Tabelle 4.3 e 4.4). Se analizziamo le correlazioni fra i rispettivi tre indici azionari generali europei, in Tabella 5.3, si nota che la maggior correlazione positiva è quella fra MSCI Europe e FTSE Europe (0,97).

Per quanto sopra, è evidente soprattutto che non conviene investire su più indici sostenibili.

5.2 Profilo rendimento-rischio

Dalla Tabella 5.4 si può notare, nella colonna centrale, il rapporto Rendimento medio/ σ , che valuta il rendimento per unità di rischio ed è un indice utile impiegabile per confrontare più alternative a rendimento e rischio diversi. Tale rapporto rivela che l'indice con il più alto rendimento per unità di rischio nel periodo dal 01/09/2010 al 01/4/2013 è il MSCI Europe ESG con uno 0,119 mensile. L'ultima colonna della stessa tabella riporta anche una misura più raffinata di quella precedente per la valutazione del rendimento per unità di rischio: l'indice di Sharpe⁷⁷ che quantifica l'extra rendimento dell'indice/titolo/fondo azionario rispetto al rendimento di titoli risk free (in questo caso si è ricorsi al tasso di rendimento dei BOT a un mese nel periodo) rapportandolo allo scarto quadratico medio dell'indice/titolo/fondo stesso.

Indice	Rendimento medio/ σ	Indice di Sharpe
DJSI Europe	0,093	0,0049
DJ Europe	0,066	0,0392
FTSE4GOOD Europe	0,104	0,0583
FTSE Europe	0,086	0,0436
MSCI Europe ESG	0,119	0,0730
MSCI Europe	0,099	0,0552

Tabella 5.4 Rendimento medio per unità di rischio e indice di Sharpe (Elaborazioni su dati mensili dal 1/9/2010 al 1/4/2013, Thomson Datastream)

⁷⁷ Sharpe W.F., (1994), *The Sharpe ratio*, Journal of Portfolio Management, Vol 21(1), 1994, pp. 49-58

MSCI FTSE4GOOD

FTSE Europe

DISI

MSCI ESG

Anche in questo caso è l'indice MSCI Europe ESG che riporta l'extra rendimento per unità di rischio più alto (0,0730).

Con il rendimento medio e la deviazione standard di ogni indice, riportati dalla Tabella 5.1, si possono analizzare gli indici al fine di verificarne la dominanza, quindi l'efficienza dei loro rendimenti secondo il criterio basato sui due parametri, rendimento e rischio.

La Figura 5.9 evidenzia, per ogni indice, il rendimento-rischio utilizzando i dati del rendimento medio mensile e lo scarto quadratico medio mensile/deviazione standard.

Si nota come l'indice dominante su tutti, quindi efficiente, risulti essere l'MSCI Europe ESG: esso riporta, nel periodo in esame, il rendimento mensile più alto e contemporaneamente la più bassa deviazione standard ovvero il più basso rischio.

Questo risultato conforta la tesi che gli investimenti in titoli di società che hanno un'elevata attenzione alla dimensione ambientale, sociale e alla governance portino a un buon profilo rendimento-rischio.

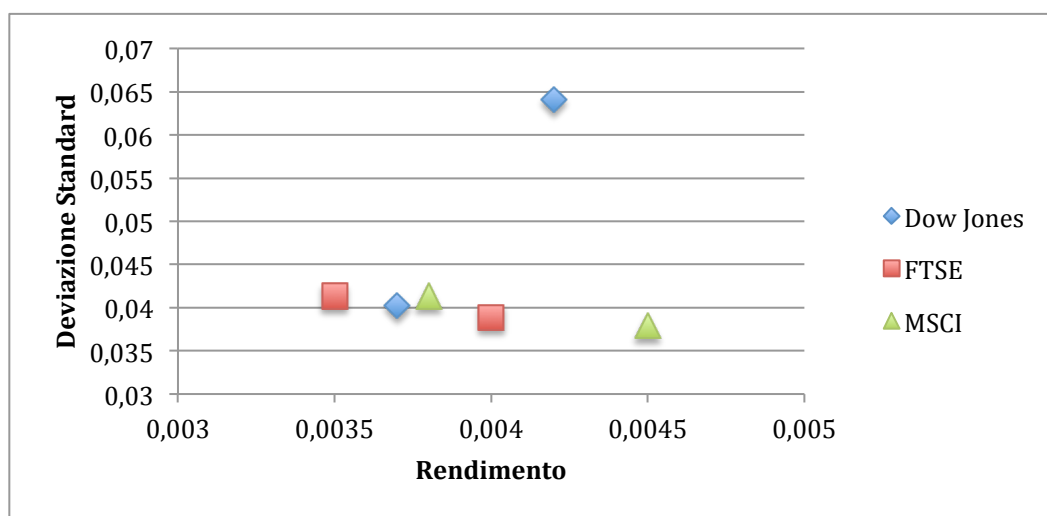


Figura 5.9 Rendimento medio e deviazione standard mensili dei sei indici azionari Europe analizzati dal 01/09/10 al 01/04/13 (Elaborazioni su dati Thomson Datastream)

Conclusioni

Non è facile dare una definizione univoca di questo tipo di investimenti. Nel tempo, questi assumono una molteplicità di denominazioni come: investimenti socialmente responsabili, investimenti etici o investimenti sostenibili e

responsabili. Ciò è, in buona parte, dovuto alle diverse matrici culturali e diverse organizzazioni sovranazionali da cui sono nati nei cinque continenti.

In Europa, dove gli ISR hanno avuto la più forte crescita, sono nate associazioni sovranazionali che hanno contribuito a individuare le caratteristiche di base e le metodologie di selezione di questi investimenti e hanno ottenuto il consenso da parte di tutti i maggiori investitori istituzionali del continente. Oggi, queste istituzioni sono punto di riferimento per la crescita degli ISR grazie al lavoro di ricerca e sensibilizzazione sull'argomento.

In altri continenti questo fenomeno è ancora alle origini e in molti di questi casi le istituzioni stanno proponendo delle linee guida in cui gli investitori si dovranno inserire.

Ormai, governi e le istituzioni internazionali hanno recepito l'importanza di questi strumenti. Le grandi sfide ambientali e sociali sono inserite in tutti i programmi di sviluppo per il prossimo futuro, soprattutto dopo la crisi finanziaria del 2007, in quanto le basi del sistema così come era concepito al tempo, sono state via via messe in discussione.

In questo contesto gli investimenti sostenibili e responsabili assumono un ruolo importante perché si propongono di produrre ricchezza nel rispetto e nell'incremento dell'equilibrio ambientale, sociale ed economico. Peculiarità degli ISR è che possono assumere la forma sia di fondi comuni d'investimento sia di fondi pensione. Vi è anche la possibilità di utilizzare le risorse accumulate per finanziare particolari progetti in paesi via di sviluppo, attraverso il microcredito, e offrono anche la possibilità di instaurare un dialogo con il management delle società incluse nei portafogli per sensibilizzarli ai temi della sostenibilità.

Ad oggi, gli investimenti sostenibili e responsabile sono in continua crescita e dai dati circa l'evoluzione del mercato europeo e mondiale non vi è dubbio che gli ISR continueranno a crescere fino a diventare alternativa competitiva ai "classici" investimenti.

Considerando i rendimenti mensili dei tre indici azionari europei e i rispettivi indici azionari specifici di settore europei, rispettivamente DJ Europe, MSCI Europe, FTSE Europe e DJSI Europe, MSCI Europe ESG, FTSE4GOOD Europe, si è potuto verificare che, nel periodo considerato l'oscillazione dei rendimenti (scarto quadratico medio) degli indici di settore ISR è sempre più bassa di corrispondenti indici generali e in particolare che l'indice MSCI Europe ESG riporta il rendimento mensile più alto e contemporaneamente la più bassa oscillazione ovvero il più basso rischio, dimostrandosi quindi come indice dominante sul piano rendimento-rischio. Tale risultato è confermato dal rendimento medio per unità di rischio e dall'aver riportato il più alto indice di Sharpe.

Bibliografia

- ANASF, (2010), *Manuale per promotori finanziari e addetti alla vendita di prodotti finanziari – la finanza sostenibile e l'investimento responsabile*, Milano.
- Brunelli C., (2006), *Per un Geografia della sostenibilità, teorie e modelli didattici*, Patron, Bologna.
- D'Angerio V. (a cura di), (2012), *Risparmio Sociale*, Il Sole 24 Ore, Milano.
- Dal Maso D. e Bartolomeo M., (2004), *La finanza socialmente responsabile: definizioni, teorie, prassi e questioni aperte*, in *Bancaria*, n°10.
- Dal Maso D. e Bartolomeo M., (2001), *Finanza e sviluppo sostenibile*, Il Sole 24 Ore, Milano.
- Dow Jones, (2013), *Dow Jones Europe Total Stock Market indices factsheet*.
- Efama, (2012), *EFAMA Guidance on RI information in the KIID & Post Investment Disclosure*, in www.efama.org.
- EFFAS (2009) *KPIs for ESG A Guideline for integration of ESG into Financial Analysis and Corporate Valutaion*, in www.effas.net
- Eurosif, (2012), *European SRI Study 2012*, in www.eurosif.org.
- Forum Finanza Sostenibile, <http://www.finanze.sostenibile.it/>
- FTSE Group, (2012), *FTSE4GOOD Index Series Inclusion Criteria*.
- FTSE Group, (2013), *FTSE4GOOD Index Series factsheet*. www.ftse.com
- FTSE Group, (2013), *FTSE Developed Europe index factsheet*. www.ftse.com
- Gallicani M., (2005), *La finanza etica: paradigma di un sistema di scelte*, in *Etica e finanza*, Signori S., Rusconi G., Dorigatti M. (a cura di), Franco Angeli Editore, Milano.
- Global Sustainable Investment Alliance, (2012), *2012 Global sustainable investment review*, in www.gsi-alliance.org.
- Kent Baker H., Nofsinger John R. , (2012) *Socially Responsible Finance and Investing*, Wiley, Hoboken.
- MSCI, (2012), *MSCI Global ESG Indices, Index Methodology*.
- MSCI, (2013), *MSCI Europe ESG Index factsheet*. www.msci.com
- MSCI, (2013), *MSCI Europe Index factsheet*. www.msci.com

- MSCI, (2012), *MSCI Global investable market indices methodology*, www.msci.com
- Olivieri D., (2007), *Fondamenti di statistica*, CEDAM, Padova.
- Pollifroni M., (2005) *The “S-EPI MODEL”: a theoretical model that links the e-government processes to the instruments of the public sector social responsibility (PSSR)*, Università di Torino.
- PRI Association, (2012), *PRI Framework Pilot Main Definitions*, in www.unpri.org.
- PRI Association, <http://www.unpri.org/>
- Regalli M., Soana M., Tavaglini G., (2005) *I fondi etici: caratteristiche, spazi di mercato, ritorni finanziari*, in *Etica e finanza*, Signori S., Rusconi G., Dorigatti M. (a cura di), Franco Angeli Editore, Milano.
- RobecoSAM, (2013) *Dow Jones Sustainability World Index Guide*.
- Rossi F., Mantovani F., (2010), *Teoria di portafoglio. Diversificazione degli investimenti e controllo del profilo rendimento-rischio*, Monduzzi Editore.
- Sharpe W.F., (1994), *The Sharpe ratio*, *Journal of Portfolio Management*, Vol 21(1), 1994, pp. 49-58
- Standard Ethics, <http://www.standardethics.eu/>
- Statman M., (2005), *Socially responsible indexes: Composition, performance and tracking errors*, Santa Clara University.
- UBS, (2001), *Sustainability Investment*, in www.ubswarburg.com